

Le Marché Monétaire

THESE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue

le 5 décembre 1935

PAR

FÉLIX SUZET

Président : M. PIROU.

Assesseurs : M. AFTALION ;

M. R. PICARD.

Imprimerie GEORGES SUBERVIE

21, Rue de l'Embergue, 21

RODEZ

Le Marché Monétaire

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Le Marché Monétaire

THESE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue

le 5 décembre 1935

PAR

FÉLIX SUZET

Président : M. PIROU.

Assesseurs : M. AFTALION ;

M. R. PICARD.

Imprimerie GEORGES SUBERVIE

21, Rue de l'Embergue, 21

RODEZ



A LA MÉMOIRE DE MES PARENTS.

INTRODUCTION

Il convient, tout d'abord, de préciser l'expression : « Marché monétaire », pour prévenir toute confusion dans les développements qui vont suivre et, en même temps, limiter le cadre de cette étude.

Un marché, au sens étroit du mot, est habituellement le lieu où se rencontrent vendeurs et acheteurs d'une même marchandise, et où s'opèrent leurs transactions sur la base d'une expression déterminée en valeur monétaire, qu'on appelle le prix ou, plus techniquement, « le cours ».

Dans un sens plus large, le terme de marché s'emploie pour désigner, non plus seulement le lieu où se rencontrent les opérateurs, mais ces opérateurs eux-mêmes, et l'ensemble des opérations qu'ils traitent. Ainsi, dira-t-on : le marché du blé, le marché du sucre se tiennent à la Bourse du Commerce. De même, on dit couramment qu'un marché est ferme ou qu'il est faible, suivant que les opérateurs espèrent la hausse ou appréhendent la baisse, qu'il est étroit ou qu'il est large, suivant que les affaires y sont rares ou abondantes.

C'est ce deuxième sens que nous appliquerons à l'expression : « Marché monétaire ».

Un marché monétaire comprend donc l'ensemble des opérations traitées par les opérateurs spécialisés sur une marchandise déterminée, cette marchandise, que le qua-

lificatif « monétaire » ne semble pas désigner très clairement, étant l'argent à court terme, c'est-à-dire la disposition de crédit pour des périodes courtes variant de 24 heures à 3 mois.

En résumé, on entend par « Marché monétaire » le marché du crédit à court terme.

Le Marché monétaire s'oppose à la Bourse et au Marché financier à un double point de vue.

Les capitaux qu'il utilise sont des fonds disponibles pour un temps limité et généralement très court; d'autre part, ces capitaux sont essentiellement distribués par les banques ou de grandes administrations publiques ou privées. Le Marché financier, au contraire, utilise les disponibilités des particuliers réunies en capitaux d'épargne et prêtes à s'investir à longue échéance sous forme de titres et de valeurs.

Le Marché financier comprend l'ensemble des opérations par lesquelles ces capitaux d'épargne sont concentrés et dirigés vers les collectivités et les entreprises qui les emploieront utilement et les feront fructifier. Les banques et la Bourse sont les organismes qui réalisent ces opérations et se chargent de procurer à l'épargne les emplois qui lui conviennent et de fournir aux emprunteurs les capitaux qui leur sont nécessaires.

En raison de l'envergure et de la multiplicité de ses opérations, le Marché financier est plus connu du public, et son utilité apparaît plus évidente que celle du Marché monétaire.

Cependant, dans un pays comme la France, qui dispose en permanence d'une grande accumulation de disponibilités, se traduisant soit par des investissements sur les marchés financiers, français et étrangers, soit par

des dépôts en banques, il est indispensable qu'un Marché monétaire bien organisé existe à côté du Marché financier, ou parallèlement aux placements à long terme, les fonds disponibles à court terme puissent toujours trouver à s'employer.

En effet, si important que soit son Marché financier, une place ne saurait jouer un rôle international de premier plan si elle ne possède un Marché monétaire bien adapté.

C'est certainement grâce à la coexistence de ces deux marchés, consolidée par la merveilleuse organisation bancaire de l'Angleterre, que Londres a pu affirmer et maintenir sa suprématie mondiale.

Il est devenu banal de répéter que le Marché monétaire de Paris est inexistant et, tout naturellement, on cite la place de Londres en exemple, pour mieux faire ressortir l'insuffisance de notre marché.

Le Marché de Londres, en effet, est admirablement outillé et fonctionne d'une façon exemplaire. Son degré de perfectionnement tient surtout à l'abondance et à la variété de ses ressources, et aussi à la structure de l'organisation bancaire de la Grande-Bretagne, différente de celle de la France. Cependant, si on est obligé de reconnaître que le Marché français est dépourvu d'envie et que son fonctionnement manque de souplesse, on ne saurait nier que notre place possède les différents éléments susceptibles de donner lieu à l'établissement de transactions importantes. Les cadres et le mécanisme sont déjà créés; il faudrait seulement les utiliser plus largement en augmentant le volume des transactions et en développant la pratique de certaines opérations qui ne sont encore qu'à l'état embryonnaire.

Depuis quelque temps, l'organisation du Marché monétaire français est d'ailleurs à l'ordre du jour et le Gouvernement a déjà pris lui-même l'initiative de la réforme. Nous lisons, en effet, dans l'exposé des motifs au projet de loi autorisant les émissions du Trésor, pour l'année 1935 :

« Il existe, à l'heure actuelle, un écart pour tout dire anormal entre les niveaux respectifs de l'argent sur le Marché des capitaux à long terme et sur le Marché des capitaux à court terme... C'est donc au Marché monétaire que, de propos délibéré, le Gouvernement entend s'adresser en premier lieu.

» Il n'est pas douteux que l'organisation du Marché financier français peut être, sur de nombreux points, perfectionnée. L'Angleterre n'a pas hésité à organiser et à développer un vaste Marché d'effets à court et à moyen termes... Au surplus, les avantages d'un marché plus souple et plus actif ne seront pas seulement réservés à l'Etat. Toute la vie financière et économique du pays en profitera largement : non seulement le développement des transactions apportera aux banques, aux établissements de crédit, à la Banque de France elle-même, d'utiles éléments d'activité, mais il ne manquera pas de contribuer à la reprise des affaires et, par là même, au rétablissement de toute l'activité normale. »

Sans vouloir étudier à fond tous les aspects du Marché monétaire, nous nous proposons d'examiner, dans une étude purement descriptive, le Marché monétaire tel qu'il existe et fonctionne actuellement en France. Toutefois, sans rechercher l'origine des diverses institutions, ni leur évolution, aboutissant aux types actuels, il nous a paru utile de faire parfois un bref rappel du passé

dans la mesure où la connaissance de celui-ci pouvait aider à l'intelligence du présent.

Nous verrons, dans une première partie, les différents éléments qui composent le Marché monétaire, en considérant d'abord les agents qui interviennent sur ce marché, puis les ressources et les instruments dont ils disposent.

Dans une deuxième partie, nous étudierons les opérations auxquelles donne lieu son fonctionnement, et nous aborderons ensuite la question du contrôle du Marché.

Notre troisième partie sera consacrée à la comparaison du Marché monétaire français avec le Marché de Londres.

Enfin, dans un dernier chapitre, nous retracerons les principales phases de la crise monétaire qui s'est déclenchée vers la fin du mois de mai, au moment même où nous étions arrivés au terme de cette étude. Il nous a paru intéressant d'examiner les répercussions qu'avaient entraînées sur le Marché monétaire les événements qui se produisirent alors et comment celui-ci s'était comporté pendant cette période troublée.

PREMIÈRE PARTIE

**Les éléments du marché
monétaire**

CHAPITRE PREMIER

LES AGENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Sur le Marché du crédit à court terme, nous trouvons en présence, comme sur tous les marchés, les vendeurs, les acheteurs et les intermédiaires, qui établissent entre eux la liaison. Les vendeurs sont les prêteurs et les acheteurs les emprunteurs.

1. — LES PRÊTEURS

A. — *Les Banques de dépôts*

Le crédit distribué par les banques aux différentes entreprises se divise en deux catégories : le crédit à court terme consenti généralement pour trois mois, et destiné à faciliter la marche d'affaires déjà existantes, et le crédit à long terme, servant soit à créer de nouvelles entreprises, soit à permettre leur développement par l'apport de nouveaux capitaux.

Les crédits à long terme sont surtout distribués par les banques, dites « Banques d'affaires », qui possèdent un capital-actions important et reçoivent des dépôts à longue échéance leur permettant de participer directement dans les affaires auxquelles elles s'intéressent.

Les crédits à court terme sont essentiellement dispen-

sés par les Banques de dépôts et les Etablissements de crédit. Leur capital social, leurs réserves et surtout les dépôts qui leur sont confiés par leur clientèle constituent leurs moyens d'action. Ces dépôts de particuliers ou de sociétés représentent habituellement des fonds momentanément sans emploi. Ils figurent au compte-courant du déposant et sont le plus souvent utilisables par lui à vue ou à brève échéance. La Banque dépositaire ne pourrait donc, sans risques, en disposer pour des placements de longue durée.

Comme, d'autre part, les banques ne sauraient vivre et prospérer si leur rôle se bornait à garder improductif dans leurs caisses l'argent de leurs déposants, il leur faut trouver, sans les immobiliser au delà des limites convenables, des placements susceptibles de faire fructifier les capitaux qui leur sont confiés.

Toutes les opérations du Marché monétaire : es-compte, avances à court terme avec ou sans garantie, report, achat d'effets d'acceptation, etc..., répondent aux conditions d'emploi exigées par les fonds des Banques de dépôts.

L'escompte des effets de commerce constitue surtout pour elles un placement idéal et le moyen le plus commode pour créer et distribuer le crédit à court terme.

Par cette opération, les banques de dépôts transforment en crédit à un, deux ou trois mois l'argent de leurs déposants. Les effets qui leur sont remis procurent au bénéficiaire de l'opération la disposition immédiate de sommes qui ne lui étaient dues qu'au bout d'un certain temps. Pour les banques qui les ont acquis, ces effets représentent également un instrument de crédit aisément mobilisable; suivant leurs besoins, elles

pourront ou les négocier avant l'échéance, ou les nourrir en portefeuille jusqu'à ce moment.

B. — *L'Institut d'émission.*

Les banques utilisent généralement, pour leurs opérations d'escompte, un système d'échéances échelonnées qui répartit le montant de leurs engagements et leur permet d'établir exactement le degré de liquidité de leur portefeuille commercial. Mais, en cas de besoin imprévu, elles peuvent toujours s'adresser à l'Institut d'émission et lui demander le réescompte de leurs effets pour reconstituer leur trésorerie.

La Banque de France joue alors le rôle de banque des banques. Tandis qu'aucune autre banque ne saurait employer à des prêts d'autres ressources que son capital et ses dépôts, la Banque de France, de par ses statuts, a, comme banque d'émission, le droit de « créer des signes forfaitaires en représentation des effets qu'elle escompte ».

Cette situation privilégiée fait apparaître nettement la prééminence de l'Institut d'émission et montre combien son rôle est essentiel dans les conditions mêmes d'existence du Marché monétaire français.

Avant la guerre, la Banque de France, par sa politique d'escompte, dominait entièrement le système de la monnaie et du crédit en France; seule, elle pouvait en augmenter ou en restreindre le volume et le contrôle du marché était, pour elle, automatique. Nous verrons, par la suite, comment ce contrôle lui a échappé et comment son rôle est devenu plus théorique que réel.

Le fait que la Banque de France a toujours été prête

à apporter aux banques, comme d'ailleurs aux particuliers, le plus large concours et à des conditions modérées, a certainement contribué à rendre inutile en France, la création d'un large marché de l'argent autonome, tel qu'il existe à Londres où les banques échangent journellement entre elles leurs excédents de dépôts et leurs excédents de prêts, pour équilibrer leur trésorerie.

C. — *Les Caisses publiques*

Outre la Banque de France en tant qu'Institut d'émission et les Banques de dépôts pour y placer leurs disponibilités, les Caisses publiques jouent également un rôle important sur le Marché monétaire.

La Caisse d'amortissement et de gestion des Bons de la Défense nationale dispose, pour son action, d'un des principaux instruments du marché français : le Bon de la Défense nationale. Nous verrons, en étudiant ses opérations, que son rôle ne consiste pas toujours à emprunter. Lorsque les remboursements qu'elle opère viennent déverser sur le marché une quantité plus ou moins grande de capitaux, elle apparaît, en réalité, comme un prêteur, en augmentant la quantité des disponibilités flottantes.

La Caisse des Dépôts et Consignations intervient aussi très largement dans la distribution des crédits à court terme. L'importance des capitaux qu'elle détient, et dont elle assure la conservation et la gestion, lui ont conféré un rôle de premier plan. Le simple maniement des fonds liquides qu'elle emploie sur le marché est susceptible d'en modifier les conditions et s'est montré

de nature à contrebalancer parfois l'influence de l'Institut d'émission.

Nous étudierons plus loin, à l'occasion du contrôle du Marché monétaire, l'évolution du rôle de la Banque de France et celui de la Caisse des Dépôts et Consignations, ainsi que l'influence inversement proportionnelle de l'une et de l'autre.

On rencontre encore, parmi les prêteurs, sur le Marché monétaire, les grandes administrations publiques comme le Crédit National, la Ville de Paris, les Compagnies de chemins de fer et des Sociétés privées telles que le Canal de Suez, les Compagnies d'assurances, les grands magasins, les Compagnies d'électricité, etc..., toutes les entreprises ayant de gros mouvements de trésorerie et utilisant des capitaux importants.

2. — LES EMPRUNTEURS

A. — *La clientèle privée*

Le crédit à court terme est sollicité d'abord par les industriels et les commerçants qui, au moyen de l'es-compte, viennent demander à leur banquier de transformer en disponibilités immédiates les sommes qui leur sont dues à une échéance déterminée, en vertu d'opérations commerciales qu'ils ont faites sur des marchandises déjà livrées.

Ainsi un industriel après avoir acheté les matières nécessaires à son industrie, vend ses produits fabriqués à un commerçant. Ce commerçant, à son tour, revend les produits achetés à d'autres commerçants qui se chargent de les livrer aux consommateurs. Ni l'indus-

triel fabricant, ni le commerçant premier acquéreur, ne sont payés comptant, c'est-à-dire à la livraison de la marchandise.

Il est d'usage de laisser à l'acheteur un délai variable de un à trois mois pour s'acquitter du montant de son achat. Cependant, pour que ce délai ne soit pas préjudiciable à l'activité du créancier, une promesse de paiement à une échéance fixe est signée par le débiteur, sous la forme d'une traite ou billet.

Ce titre de créance, qui constate la réalité de l'opération, va permettre au vendeur industriel ou commerçant d'être payé par son banquier avant l'échéance, par anticipation, en faisant escompter par ce dernier l'engagement pris par l'acheteur. Par cette opération, le client vient emprunter des fonds sur le Marché monétaire.

B. — *Le Trésor public*

Sans vouloir assimiler l'Etat à un simple particulier, on peut considérer que le fonctionnement de ses divers services l'oblige à agir à la façon d'un industriel ou d'un commerçant privé, ayant des créanciers qui seraient ses fournisseurs, ses employés, et des débiteurs qui seraient l'ensemble des bénéficiaires des services publics, c'est-à-dire tous les contribuables.

Comme les particuliers, l'Etat subit des décalages de trésorerie entre le moment où il engage ses dépenses qui sont à peu près constantes (frais généraux, traitements des fonctionnaires) et le moment où il encaisse ses recettes qui, provenant des rentrées d'impôts, se produisent surtout à certaines époques de l'année.

Pour parer à ce déséquilibre momentané, l'Etat est

obligé, lui aussi, de recourir au crédit. Le Trésor public, qui joue le rôle de banquier du budget de l'Etat, est chargé d'emprunter, pendant les périodes dites de « basses eaux » pour faciliter la trésorerie du budget.

Pour cela, il émet des titres à court terme, appelés Bons du Trésor, qu'on peut comparer à des effets de commerce, qui seraient tirés par l'Etat sur les débiteurs contribuables et qui constituent un instrument d'anticipation de recettes à courte échéance.

Le développement considérable des attributions de l'Etat et l'accroissement incessant des charges budgétaires ont encore grandi l'importance des interventions du Trésor public sur le marché des capitaux tant à court terme qu'à long terme.

En fait, pendant de longues périodes, le Marché monétaire se trouve entièrement dominé par les besoins du Trésor public. L'examen des graphiques que nous publions au cours de cette étude (voir p.) montre que, d'une façon générale, les différents taux du marché atteignent leur maximum pendant les premiers mois de l'année, c'est-à-dire pendant la période où les rentrées budgétaires étant très faibles, le Trésor doit faire appel plus fortement aux disponibilités du marché.

C. — *Les Banques*

Nous avons déjà rencontré les banques du côté des prêteurs venant sur le marché pour y apporter leurs capitaux disponibles; toutes les banques ne jouent pas forcément le même rôle. Au contraire, certaines font appel au marché pour se procurer les ressources dont

elles peuvent momentanément avoir besoin pour équilibrer leur trésorerie.

Il en est qui, par la nature des opérations qu'elles traitent, ont des pointes presque périodiques de trésorerie. Ainsi, les banques ayant surtout une clientèle de commerçants, ont de gros besoins de disponibilités les jours et les veilles d'échéances; ces besoins se font surtout sentir les jours de liquidation pour d'autres qui sont spécialisées dans les opérations de bourse. Toutes, enfin, peuvent avoir à faire face d'une façon inattendue à des demandes de retraits, par suite de circonstances imprévisibles : un versement ou un virement important peut se trouver en retard et l'équilibre théorique de la trésorerie est rompu.

Les opérations d'emprunt au jour le jour, et à très court terme, permettent alors aux banques de parer à ces surprises en attendant la disparition des causes qui ont provoqué le déséquilibre.

D. — *Le Marché financier*

Nous avons dit plus haut que le Marché financier faisait surtout usage des capitaux destinés à s'investir d'une façon durable dans des placements définitifs ou, du moins, à long terme. Cependant, une certaine catégorie d'opérations pratiquées en Bourse, les opérations à terme, sont effectuées par le moyen des reports, à l'aide des capitaux du marché à court terme.

L'acheteur à terme ne lève pas toujours sa position au moment de la liquidation, en réglant le montant des titres qu'il a achetés. Il peut proroger ce règlement en faisant « reporter » sa position jusqu'à la liquidation

suivante. L'agent de change ou le coulissier qui a exécuté les opérations de l'acheteur, se charge également de lui trouver un prêteur qui règlera le vendeur initial et se substituera à lui vis-à-vis de l'acheteur pendant la durée de la prorogation.

Le Trésor public, les banques, les commerçants et les industriels, la Bourse, sont donc les principaux emprunteurs de capitaux à court terme. Il faut y ajouter les grandes Compagnies de chemins de fer, qui font aussi des emprunts courts en émettant des billets à ordre à 3 mois, 6 mois, 1 an, dont nous aurons l'occasion de reparler, ainsi que certaines Compagnies de navigation et la ville de Paris.

3. — INTERMÉDIAIRES

En dehors de l'escompte direct consenti par les Banques à leurs clients, prêteurs et emprunteurs ne se rencontrent pas sur le Marché monétaire. La liaison s'effectue entre eux par l'intermédiaire de courtiers qui se chargent d'ajuster les offres et les demandes, en leur trouvant une contrepartie, moyennant la perception à leur profit d'un courtage.

Tandis qu'en Angleterre, les « bill brokers » se portent « ducroire », c'est-à-dire garantissent la bonne fin des opérations qu'ils ont traitées, en France les courtiers se bornent strictement à servir d'intermédiaires.

Leur rôle est néanmoins très utile à un double point de vue. D'abord leur spécialisation leur permet de mieux connaître les opérations habituellement traitées par les différentes Banques et de savoir quelles affaires sont susceptibles de les intéresser. Telle Maison est

ordinairement prêteuse, telle autre emprunteuse. Ces renseignements sont utilisés par le courtier qui se basera sur les opérations antérieurement traitées pour effectuer ses démarches et ses propositions.

Un courtier qui, par exemple, a vendu à un Etablissement des bons du Trésor ou des bons de la Défense Nationale à 5 mois, sait qu'il pourra trouver, dans deux mois, chez ce même Etablissement, des bons bancables, si un autre de ses clients lui en demande.

L'habileté du courtier consiste précisément à connaître le mieux possible les intentions de ses clients, pour provoquer, au besoin, les opérations qui peuvent leur plaire.

D'autre part, leur rôle d'intermédiaire assure la discrétion des opérations et laisse aux parties intéressées toute leur indépendance pour traiter. Beaucoup d'Etablissements de crédit, qui sont pourtant en relations constantes avec d'autres Etablissements, ont pour principe de ne traiter aucune affaire autrement que par l'intermédiaire d'un courtier. Ils ont ainsi plus de liberté pour accepter ou refuser les opérations proposées, et pour débattre les conditions ou discuter les signatures en cause.

Certaines banques, qui cherchent à emprunter, ont intérêt à ne pas le faire savoir à leurs concurrents. Le courtier renseigné de part et d'autre pourra jouer utilement son rôle et obtiendra ainsi, par son indépendance, les meilleures conditions.

Il existe à Paris une dizaine de maisons de courtage sérieuses, agréées par les Banques, la Caisse des Dépôts et le Trésor. Certains agents de change jouent aussi, auprès de leurs clients, le même rôle que les courtiers.

Le courtage perçu à l'occasion des opérations traitées sur le marché monétaire, varie entre $1/16$ et $1/64$ %, suivant la durée des effets ou des titres sur lesquels elles portent :

- $1/16$ % sur le mois;
- $1/32$ % sur l'année;
- $1/64$ % au-dessus d'un an.

CHAPITRE II

LES RESSOURCES DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Nature et importance des capitaux

Après avoir fait connaissance avec les agents du Marché monétaire, nous allons examiner maintenant les ressources qui alimentent le marché et les instruments à l'aide desquels s'exerce l'activité de ses agents.

Quels sont les capitaux qui viennent chercher à s'employer sur ce marché? Quelle est leur provenance et quelle est leur importance?

Quels sont les différents titres qui circulent sur ce marché et s'échangent entre prêteurs et emprunteurs?

Le marché à court terme est surtout alimenté en capitaux :

1° Par les dépôts des banques qui constituent la véritable base du marché;

2° Et par les disponibilités de certaines Caisses publiques.

1. — LES DÉPÔTS DES BANQUES ET DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Les dépôts bancaires sont constitués par les fonds de roulement des particuliers ou des entreprises et représentent des capitaux momentanément disponibles, mais

susceptibles d'être investis du jour au lendemain au gré des déposants.

L'examen de notre organisation bancaire fait ressortir la situation prépondérante acquise en France par les grands Etablissements de crédit.

Ces Etablissements, au nombre de six :

- 1° Crédit Lyonnais;
- 2° Société Générale;
- 3° Comptoir National d'Escompte;
- 4° Banque Nationale de Crédit;
- 5° Crédit Commercial de France;
- 6° Crédit Industriel et Commercial,

sont partis de points de vue différents et ont été conçus, à l'origine, tantôt comme banques d'affaires, tantôt comme banques d'escompte. Ils ont subi, depuis, une évolution qui les a conduits à un type sensiblement uniforme, qui est celui de la Banque de dépôts, réalisant une importante concentration de capitaux, grâce à leur réseau d'agences très étendu dans toutes les régions du territoire. Ils groupent, à l'heure actuelle, près de 4.000 Succursales ou Agences.

L'importance de leurs ressources propres, comprenant leur capital et leurs réserves, est considérable :

31-12-1934. Crédit Lyonnais. . . .	408	800	1.208
30- 6-1935. Société Générale. . .	625	390	1.015
30- 6-1935. Comptoir National d'Escompte.	400	442	842
31-12-1934. Banque Nationale p ^r le Comm. et l'Ind.	100	0,3	100,3
31-12-1934. Crédit Commercial de France.	210	210	420

30- 6-1935. Crédit Industriel et

Commercial.	100	70	170
Au TOTAL.	1.843	1.912,3	3.755,3

D'autre part, ils centralisent par l'intermédiaire de leurs succursales une multitude de dépôts, grands ou petits, qui, en demeurant entre les mains de leurs clients, resteraient oisifs, pour les grouper et les mettre en circulation dans des utilisations productives.

Le montant de ces dépôts en comptes courants s'élève à :

30- 6-1935. Crédit Lyonnais.	11.130
30- 6-1935. Société Générale.	9.166
30- 6-1935. Comptoir National d'Escompte.	7.142
31-12-1934. Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie.	2.782
31-12-1934. Crédit Commercial de France.	1.969
30- 6-1935. Crédit Industriel et Commercial.	1.151
Au TOTAL.	33.340

La préoccupation dominante, commune à tous les Etablissements de crédit dans l'emploi de leurs disponibilités, est, avant toute chose, d'assurer une proportion importante de liquidité dans leurs ressources en maintenant un certain équilibre entre les remplois liquides et les remplois rémunérateurs.

En effet, la plus grande partie des dépôts de leurs clients sont à vue ou à court terme et, bien que la multiplicité des déposants rende improbable, en temps normal, des retraits massifs, une sage gestion doit toujours prévoir l'éventualité d'un événement imprévisible pouvant susciter des demandes de remboursement importantes.

L'examen du bilan des principaux Etablissements de crédit, nous montre que le rapport de l'encaisse aux dépôts se maintient à un pourcentage élevé. Après avoir été de 30 % en 1932, il est revenu à 20 % en 1933 et n'est jamais tombé, depuis, au-dessous de ce chiffre.

L'escompte du papier de commerce, l'acquisition de titres à court terme, d'acceptations de banques, toutes opérations qui laissent entre leurs mains un actif sain et facilement réalisable, sont toujours considérées avec faveur par les Etablissements de crédit.

En période normale, l'escompte des effets de commerce est l'opération la plus courante pour l'utilisation des dépôts bancaires. Par sa durée limitée, par la variété et l'échelonnement des échéances, l'escompte permet d'établir avec le maximum de certitude les mouvements de trésorerie auxquels il donne lieu. De plus, la possibilité de réescompter à la Banque de France donne aux Etablissements d'escompte tous les apaisements souhaitables quant à la qualité des fonds investis dans leurs opérations.

Les banques ne considèrent d'ailleurs le réescompte à la Banque de France que comme un moyen subsidiaire. Le plus souvent, elles opèrent entre elles des compensations et se réescomptent réciproquement l'excédent de leur portefeuille commercial, ou elles nourrissent leurs effets en portefeuille jusqu'à l'échéance.

Les effets, une fois acceptés par les tirés et escomptés à leurs bénéficiaires, entrent dans le portefeuille des banques et deviennent pour elles un véritable instrument de crédit qu'elles pourront négocier en cas de besoin sur le marché hors banque.

La facilité de mobilisation de leur portefeuille, ainsi

que la sécurité que comporte l'opération d'escompte elle-même, expliquent l'importance des capitaux que les Banques de dépôts peuvent y investir, sans s'éloigner de leurs règles de prudence et sans perdre de vue le problème de la liquidité.

Depuis que les Etablissements de crédit ont accoutumé de grouper sous la même rubrique, à l'actif de leur bilan, le portefeuille effets et Bons de la Défense nationale, il est devenu difficile de déterminer avec précision le montant des dépôts employés par les banques à l'escompte d'effets commerciaux.

La possibilité d'escompter auprès de la Banque de France des Bons de la Défense nationale à partir de trois mois d'échéance et le vaste marché monétaire qui s'est établi sur les Bons à échéance plus longue ont fait assimiler ces titres aux effets de commerce au point de vue du degré de liquidité des investissements.

Au début de l'année, avant la crise de mai 1935, le montant total des dépôts chez les quatre grands Etablissements de crédit : Crédit Lyonnais, Comptoir National d'Escompte, Société Générale, Crédit Industriel, s'élevait à 31 milliards environ.

On estimait alors que, sur ces 31 milliards, un peu plus de 17 étaient investis en effets commerciaux, Bons de la Défense nationale et Bons du Trésor, ce qui représente plus de 50 %.

Les comptes courants débiteurs, les avances sur titres et les reports absorbaient environ 7 milliards.

Le reste formait une marge liquide de sécurité de 7 milliards représentant environ 25 % du montant des dépôts.

2. — LES FONDS DISPONIBLES DES CAISSES PUBLIQUES

Le développement incessant des attributions financières et sociales de l'Etat s'est traduit par un accroissement parallèle du volume des échanges monétaires entre les individus et l'Etat. Ces échanges sont effectués par l'intermédiaire des Caisse publiques qui centralisent aujourd'hui une masse énorme de capitaux représentant une part importante de la fortune du pays.

Ces capitaux ne sauraient, évidemment, demeurer inactifs, aussi la Caisse des Dépôts et Consignations et la Caisse autonome ont-elles été amenées à intervenir dans la distribution du crédit et à prendre rang parmi les puissances monétaires de la place.

A). — *La Caisse des Dépôts et Consignations*

La loi de finances du 28 avril 1816, qui créa la Caisse des Dépôts et Consignations, a voulu rendre cet Etablissement distinct de la Caisse d'amortissement, bien qu'il fut géré par le même personnel. Le législateur avait alors pour préoccupation dominante de séparer les deniers privés des ressources publiques.

L'article 110 de la loi du 28 avril 1816 exprimait clairement cette intention :

« La Caisse d'amortissement ne pourra recevoir aucun dépôt ni consignation de quelque espèce que ce soit; les dépôts, les consignations, les services relatifs à la Légion d'honneur, à la Compagnie des canaux, aux fonds de retraites et les autres attributions (l'amortis-

sement excepté) confiés à la Caisse actuellement existante seront administrés par un Etablissement spécial, sous le nom de Caisse des Dépôts et Consignations. »

Depuis lors, les attributions de l'Etablissement créé par la loi de 1816 se sont largement accrues, sous l'influence notamment du développement progressif du rôle de l'Etat en matière sociale, et de nombreux services sont venus s'ajouter à celui des dépôts et consignations.

A l'heure actuelle, les fonds qui alimentent la Caisse des Dépôts et Consignations sont de l'ordre de 90 milliards, si bien qu'on peut dire qu'elle est aujourd'hui le plus grand capitaliste français.

Ces fonds proviennent de différentes sources et comprennent :

1° Les consignations qui peuvent être, ou d'origine judiciaire, effectuées en vertu d'une loi ou d'un jugement et motivées par l'existence d'un litige, ou d'origine administrative, effectuées sous forme de cautionnements divers des comptables, des officiers ministériels, des soumissionnaires ou adjudicataires, etc...

2° Les dépôts constitués par les Caisses de retraites, par certains Etablissements et Services publics, et par des Sociétés de Secours mutuels. Les officiers ministériels et auxiliaires de justice, greffiers, séquestres, liquidateurs, doivent également verser à la Caisse des Dépôts les fonds qu'ils détiennent depuis un certain temps pour le compte d'un tiers.

3° Les dépôts des Caisses d'épargne. L'Etat, qui entend favoriser la constitution des capitaux d'épargne, a voulu mettre ces capitaux à l'abri des risques inhérents à la gestion ordinaire des banques. L'épargne, alimen-

tée par l'apport d'un nombre considérable de petits revenus, arrive à former une masse d'argent importante qui, bien employée, peut être utile au développement économique du pays.

La monarchie de juillet qui, en 1837, a posé les premières bases des Caisses d'épargne privées, confiait la centralisation de leurs ressources à la Caisse des Dépôts. Celle-ci est maintenant chargée d'effectuer, pour leur compte, toutes les opérations financières que comporte leur fonctionnement. Elle assure notamment la gestion et la conservation de la partie des dépôts appelée « fonds d'épargne » et leur sert un intérêt déterminé chaque année d'après le rendement de son portefeuille pendant l'année précédente.

Elle reçoit également les fonds provenant de la Caisse Nationale d'Epargne, fondée en 1881. Mais, tandis que la gestion des fonds des Caisses d'épargne ordinaires est considérée comme un service propre de la Caisse des Dépôts, l'avoir de la Caisse Nationale d'Epargne fait l'objet d'une administration distincte.

4° Les fonds des Assurances sociales. Les lois du 5 avril 1928 et du 30 avril 1930 ont institué en France l'assurance sociale obligatoire, s'appliquant à tous les salariés français ou étrangers, âgés de moins de 60 ans et gagnant annuellement moins de 25.000 francs.

Les ressources des Caisses d'Assurances sociales sont constituées par des versements de l'employeur, du salarié et de l'Etat. Ce versement est réalisé par l'apposition sur des cartes ou feuillets de timbres spéciaux vendus par l'Administration des Postes. Le produit de la vente de ces timbres est centralisé par la Caisse des Dépôts et Consignations, qui doit ensuite en faire la

répartition entre les différentes Caisses régionales, suivant les bordereaux que lui adressent périodiquement les Services départementaux des Assurances sociales.

Les sommes ainsi perçues, une fois réparties, ne quittent la Caisse des Dépôts que pour une faible proportion destinée à constituer l'avoir en numéraire des diverses Caisses. La majeure partie en reste confiée à la Caisse qui l'emploie à plus ou moins long terme, en tenant compte des besoins de liquidité propres à chaque organisme. Elle se trouve ainsi chargée de la gestion de la quasi-totalité des réserves constituées en vue des Assurances sociales.

Le fonctionnement de la loi devait rapidement conduire à une accumulation considérable de capitaux. Cette accumulation doit d'ailleurs se poursuivre normalement pendant un certain nombre d'années; les entrées de fonds constituées par les versements des assujettis devant rester supérieures aux paiements effectués par les Caisses, surtout en ce qui concerne le risque de vieillesse.

L'emploi de fonds aussi importants constitue un problème particulièrement délicat, car la politique suivie par la Caisse des Dépôts en cette matière est susceptible d'entraîner des répercussions plus ou moins heureuses sur la vie économique du pays. D'autre part, la Caisse ne saurait garder improductifs les capitaux qui lui sont confiés; elle est obligée de les investir dans des placements rémunérateurs lui permettant de payer les intérêts qu'elle sert aux déposants et de couvrir ses frais d'administration. Tous ces fonds ne sont pas soumis au même régime. Il faut distinguer les capitaux

propres de la Caisse des Dépôts et les capitaux appartenant à des Caisses dont la gestion lui est confiée.

Les capitaux propres de la Caisse des Dépôts comprennent tous les fonds provenant des Consignations, des dépôts divers et ceux constituant les fonds de réserve et de garantie des Caisses d'épargne. Le placement de ces capitaux est laissé à l'initiative du Directeur Général de la Caisse, qui prend avis de la Commission de Surveillance; le choix des placements est uniquement déterminé par l'origine et le caractère des dépôts.

Certains des nombreux organismes de prévoyance officiels ou privés, qui gravitent autour de la Caisse des Dépôts, sont considérés comme des « Services Spéciaux ». Ce sont les Sociétés de secours mutuels, les Caisses d'épargne ordinaire, les Assurances sociales et les Retraites ouvrières et paysannes. Pour eux, le législateur a tenu à désigner lui-même les différentes catégories de valeurs qui devaient servir au placement de leurs capitaux.

Les rentes et les obligations garanties par l'Etat, les obligations du Crédit foncier, des Départements, des Communes et des Colonies, ont été les premières valeurs désignées. Par suite de l'augmentation des capitaux à gérer, la Caisse a vu s'élargir considérablement ses possibilités de placement à d'autres catégories des valeurs de Bourse, obligations et actions diverses. La loi du 30 avril 1930 a autorisé les avances et les prêts aux collectivités publiques, aux œuvres sociales et même les placements immobiliers.

A l'heure actuelle, la Caisse des Dépôts détient un portefeuille de valeurs extrêmement varié comprenant une très grosse part de rentes sur l'Etat. Le revenu des

rentes qu'elle possède s'élevait, au début de l'année, à Frs. 1.881.171.020; il représente un peu plus du quart du total des rentes existantes; la Caisse détient notamment les deux-tiers du 3 % amortissable, la moitié de la rente 4 % 1917, presque la moitié de la rente 4 % 1918 et des obligations 4 % 1934, presque le tiers de la rente 4 1/2 % 1932 A (1).

Les différents textes législatifs qui règlent l'emploi des capitaux de la Caisse des Dépôts prévoient également une réserve de disponibilités, en même temps qu'ils fixent un maximum pour les fonds non employés. Une très importante partie des fonds qui lui sont confiés étant constitués par les dépôts des Caisses d'épargne (leur montant s'élève à une soixantaine de milliards) sont entièrement remboursables à vue.

La Caisse doit donc prévoir des demandes de remboursement toujours possibles et garder, pour y faire face, un certain chiffre de liquidités. Ces fonds liquides figurent à ses divers comptes-courants, ouverts au Trésor et à la Banque de France.

Mais l'Etat, pour réduire le risque que présenterait, pour le Trésor, une dette à court terme trop importante, a dû limiter également le montant maximum du compte-courant qu'il a ouvert à la Caisse des Dépôts. D'ailleurs, l'intérêt de 1 % servi à ce compte ne constitue pas un placement très avantageux pour la Caisse et elle préfère avoir recours à des opérations plus lucratives. L'ensemble des comptes-courants au Trésor et à la Banque de France représente un disponible de 7 milliards environ et forme la première ligne de

(1) Chiffres publiés par *l'Information*, le 31 janvier 1935.

défense de la Caisse en cas de demandes de remboursement.

Les maxima ainsi imposés aux dépôts en compte-courant au Trésor et, d'autre part, les limites fixées aux fonds non employés, ont amené la Caisse à employer ses ressources de trésorerie en utilisant toutes les possibilités des placements à court terme.

D'ailleurs, la puissance de ses moyens d'action est telle qu'elle lui permet d'intervenir efficacement aussi bien sur le marché des capitaux à long terme — et notamment sur le marché des fonds publics — que sur le marché des capitaux à court terme, où elle dispense les crédits demandés par les banques, principalement sous forme de pensions de Bons de la Défense Nationale.

B. — *La Caisse autonome d'amortissement*

Les ressources de la Caisse autonome d'amortissement et de gestion des Bons de la Défense Nationale se composent surtout :

1° De la perception des taxes successorales, des droits de mutation par décès et de la taxe complémentaire de première mutation;

2° Du produit résultant de l'exploitation industrielle du Monopole des Tabacs, dont la gestion lui a été confiée.

Elles comportent, en outre, une subvention budgétaire inscrite au budget général, mais cette subvention n'est qu'éventuelle et n'entrerait en jeu que si le produit du monopole se révélait insuffisant pour faire face aux dépenses de la Caisse. En fait, elle n'a pas eu à

jouer, car la réduction rapide du montant des Bons de la Défense Nationale, qui a été opérée par la Caisse autonome, a allégé le Service des intérêts.

D'autre part, les budgets excédentaires sont venus apporter à la Caisse des ressources exceptionnelles :

- 490 millions en 1927;
- 1.500 millions en 1929;
- 2 milliards en 1930 (1).

En 1930, la mobilisation des annuités du plan Young lui a également fourni un apport extraordinaire de 3 milliards 252 millions.

Ces ressources sont destinées à un but précis, qui est l'amortissement de la Dette Publique sous toutes ses formes : perpétuelle, à long terme ou flottante. Elles doivent servir, en effet, soit à racheter en Bourse des titres de rentes qui seront aussitôt annulés, soit à rembourser une partie des Bons de la Défense Nationale en circulation, sans en émettre de nouveaux, pour en diminuer le montant. En principe donc, les fonds de la Caisse autonome ont un emploi déterminé par la mission qu'elle est chargée d'accomplir.

Nous verrons que, pratiquement, la Caisse autonome, par l'exécution même des opérations qu'elle est appelée à faire pour remplir cette mission, vient jouer parfois un rôle important sur le marché monétaire et influencer la masse des disponibilités.

Contrairement à ce qu'on pourrait penser, son action ne s'exerce pas toujours dans le même sens; tantôt elle augmente le volume des capitaux flottants, lorsqu'elle opère des remboursements de Bons de la Défense

(1) Chiffres fournis par les tableaux de l'*Economie française*.

Nationale ou des rachats de rentes importants, tantôt elle le diminue, lorsque, pour accroître ses propres disponibilités, elle émet sur le marché des quantités de Bons supérieures au montant des remboursements qu'elle effectue.

Signalons que les recettes de la Caisse autonome provenant de différentes sources, se sont élevées à : Frs. 6.519.963.239, en 1933, et 6.183.198.653, en 1934, alors que pour cette dernière année les dépenses permanentes et obligatoires s'élevaient à 5.140.000. C'est donc 1.060.000 environ d'excédent qui reste à la disposition de la Caisse pour effectuer les diverses opérations rentrant dans le cadre de ces attributions.

N. B. — Un décret du 21 septembre dernier vient de confier à la Caisse autonome d'amortissement la question du monopole des allumettes. Le produit net de ce monopole, qui s'élève annuellement à 198 millions de francs, viendra donc grossir d'autant les recettes de la Caisse.

CHAPITRE III

LES INSTRUMENTS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Sans pouvoir fixer exactement le montant des capitaux mis à la disposition du Marché monétaire, nous pouvons estimer, d'après les chiffres cités ci-dessus, que les disponibilités des grands Etablissements de crédit, banques et établissements de moindre importance, et ceux des Caisses publiques, sont susceptibles d'alimenter un marché relativement large et abondant.

Quelles sont les possibilités qui sont offertes aux capitaux en quête de placement? En quels titres, en quels instruments de crédit vont-ils se transformer pour circuler sur le marché?

Ces différents instruments, que nous allons examiner successivement, sont, outre le papier commercial dont nous avons déjà parlé, les acceptations de banques, les Bons du Trésor et les Bons de la Défense Nationale.

Auparavant, nous verrons rapidement les comptes-courants ouverts au Trésor. Bien que ces comptes soient maintenant supprimés depuis la loi monétaire du 21 juin 1928, l'importance qu'ils ont tenu à une certaine époque dans les placements de trésorerie des banques fait que cette étude ne serait pas complète si nous les passions entièrement sous silence.

1. — LES COMPTES-COURANTS AU TRÉSOR

Pendant la période d'après-guerre, de 1920 à 1928, l'Etat, jouant le rôle de banquier, ouvrait aux banques, aux Sociétés, ou même aux simples particuliers qui en faisaient la demande, moyennant un versement initial de 500.000 francs, minimum, un compte de dépôts au Trésor.

Ces comptes fonctionnaient exactement comme les comptes de dépôts des banques; ils étaient de deux sortes : à vue ou avec préavis.

Les comptes de dépôts à vue ont été créés par un arrêté en date du 17 décembre 1920. L'intérêt, au début, était de 3 %; il fut ramené successivement à 2 1/2 %, puis, le 13 avril 1927, à 2 %, le 1^{er} août 1927 à 1,50 % et enfin, le 1^{er} janvier 1928, à 1 %.

Ces comptes à vue constituaient pour les banques un moyen très sûr et très commode de emploi pour leurs excédents de disponibilités. Mais les intérêts payés sur ces dépôts étaient passibles de l'impôt sur le revenu (12 % jusqu'au 1^{er} janvier 1927 et 18 % ensuite), et de la taxe sur le chiffre d'affaires.

Le rendement net ressortait ainsi à un taux minime. Cependant, la période de grande abondance monétaire, qui eut lieu en 1927, lorsque les capitaux exportés furent rapatriés en France, obligea les banques à utiliser ces comptes de dépôts. Mieux valait encore pour elles apporter leurs espèces au Trésor et toucher un intérêt, si réduit fût-il, que de les conserver complètement improductifs dans leurs caisses ou à la Banque de France.

Aussi, le montant de ces comptes, qui s'élevait en août

1926 à 1.783 millions, atteignit-il, en août 1927, 11 milliards, malgré la baisse de l'intérêt qui, de 2 1/2 %, avait été ramené à 2 % le 13 avril 1927.

Un arrêté du 10 décembre 1926 créa une deuxième catégorie de *comptes de dépôts avec préavis minimum d'un mois*. Ces comptes avaient pour objet la constitution d'un fonds de roulement pour certaines dépenses budgétaires. Ils furent supprimés dès le 23 février 1927. Le taux de l'intérêt servi aux dépôts était, au début, de 4 %; il fut réduit à 3 1/2 % à partir du 4 février 1927.

Depuis le 21 juin 1928, tous les comptes de dépôts au Trésor ont été supprimés.

2. — LES ACCEPTATIONS DE BANQUES

Le papier de commerce comprend tous les effets, traites et billets, qui sont créés en contrepartie d'opérations réelles; il représente une promesse de paiement de marchandises livrées.

Le papier de crédit a le caractère d'une reconnaissance de dette et comprend tous les effets dont la création répond à un prêt de capitaux.

Une troisième catégorie d'effets, qu'on peut appeler papier financier, désigne plus spécialement les acceptations de banques qui, tout en étant un papier de crédit, ne correspondent pas à un prêt d'argent.

D'une manière générale, l'acceptation d'un effet de commerce consiste dans l'engagement formel pris par l'accepteur de faire les fonds à l'échéance de l'effet. La réputation et la notoriété de l'accepteur influent évi-

demment d'une façon considérable sur la négociabilité de la traite qu'il a revêtue de sa signature.

Dans les relations commerciales internationales qui ont donné lieu à l'utilisation première du crédit par acceptation, cette considération joue un rôle particulièrement important.

Il arrive, le plus souvent, dans le commerce de pays à pays, que le crédit de l'acheteur est inconnu sur la place étrangère d'où sont expédiées les marchandises vendues; de même, la moralité du vendeur peut être ignorée sur la place du pays importateur.

La négociation des tirages des deux parties en cause pourra donc donner lieu à des difficultés de la part des banques locales qui ne voudront pas courir de risque. Si, au contraire, ces traites sont acceptées par un tiers, dont le nom seul est une garantie indiscutable de solvabilité, le risque disparaît et le papier ainsi émis pourra se négocier facilement et circuler de banque à banque et de pays à pays.

On voit par là que le premier résultat de l'acceptation est de substituer à la signature d'un industriel ou d'un commerçant — dont la solvabilité est certaine, mais inconnue sur les places où il n'est pas installé — la signature d'un banquier notoire dont le nom et le crédit sont connus internationalement.

Le crédit par acceptation n'est donc pas un prêt d'argent, mais un prêt de crédit; il ne se traduit pas par un décaissement effectif de fonds, mais par un prêt de signature. Le banquier qui le consent revêt de sa signature une traite tirée sur lui soit par le bénéficiaire lui-même, soit par un tiers que ce dernier a mandaté à

cet effet, mais c'est en définitive le bénéficiaire qui paiera à l'échéance.

Le crédit par acceptation est d'origine anglaise et son développement s'est poursuivi pendant longtemps presque exclusivement dans ce pays.

Pendant tout le xix^e siècle, la majeure partie des acceptations étaient données par des négociants d'un genre particulier : les célèbres « Merchants Bankers » (négociants banquiers) qui sont devenus, par la suite, les maisons d'acceptations : « Acceptance Houses ».

A l'origine, ces banquiers n'étaient que des négociants et leurs opérations étaient purement commerciales, mais certains d'entre eux surent acquérir une si bonne réputation que les banques escomptaient à un taux de faveur les traites acceptées par eux en paiement des marchandises encore en cours de route qui leur étaient expédiées.

Les négociants de moindre réputation s'aperçurent vite de l'avantage qu'ils pouvaient tirer de cette situation et demandèrent à certaines grosses maisons réputées de la Cité de mettre leur signature sur les traites tirées sur eux. De cette façon, leur papier devenait du papier de première catégorie et était admis à l'escompte des banquiers aux mêmes conditions que celui des premières Maisons de la place.

Les accepteurs percevaient à leur profit une petite redevance, dite commission d'acceptation, qui se traduisait pour eux par un profit net puisqu'ils n'avaient aucune immobilisation à faire.

D'autre part, les négociations qui sollicitaient cette acceptation y trouvaient également leur avantage, dans la possibilité de financer leurs traites à des conditions

meilleures que celles qu'auraient permises leur propre acceptation.

Pour chaque marchandise, pour chaque denrée ou matière première, il se forma une catégorie spéciale de « merchants bankers ». Leur connaissance parfaite de tel ou tel marché leur permit de garantir à bon escient les opérations commerciales traitées par des commerçants solvables.

L'importance sans cesse grandissante de ces « merchants bankers » s'est développée surtout dans la deuxième moitié du XIX^e siècle et a donné naissance à une véritable aristocratie de la cité qui a fourni, et qui fournit encore, à l'heure actuelle, la plupart des Administrateurs de la Banque d'Angleterre.

Dans la pratique, on distingue deux sortes de crédits d'acceptation :

1^o *Les crédits d'acceptations commerciaux*, ou acceptations commerciales, accordés à l'occasion de mouvements de marchandises de pays ;

2^o *Les crédits d'acceptations financiers*, ou acceptations financières, correspondant à de véritables ouvertures de crédit.

Nous allons indiquer les principales modalités que peut revêtir le crédit par acceptation, en illustrant chaque cas particulier d'un exemple approprié.

1^o Crédits basés sur des marchandises ayant fait l'objet d'une transaction commerciale

I. — Ouverture d'un crédit d'acceptation par le banquier de l'acheteur au profit du vendeur :

Un acheteur français de coton veut traiter une opéra-

tion avec une Maison d'Alexandrie. Cette Maison, qui ne connaît pas la qualité du crédit de l'acheteur, se trouvera embarrassée : ou bien elle ne vendra pas, n'étant pas certaine d'être payée, ou bien elle incorporera dans son prix de vente une prime d'assurance contre le risque éventuel de non-paiement.

Pour obvier à ces inconvénients, l'importateur français va trouver son banquier, dont le crédit est bien connu dans le monde entier, et lui demande d'informer le vendeur égyptien que lui, banquier, prend l'engagement d'accepter les traites tirées sur lui-même à l'occasion de cette transaction, avec toutes les conséquences que comporte l'acceptation. Le banquier écrit, à cet effet, une lettre de crédit stipulant les conditions et le montant du crédit.

Le vendeur, rassuré, peut alors embarquer ses marchandises en toute sécurité et tirer sur le banquier de son acheteur une traite qu'il négociera facilement auprès de son propre banquier, en lui remettant les documents de transport. De son côté, l'acheteur s'engage, vis-à-vis du banquier, à faire les fonds à la date de l'échéance.

Traite et documents seront alors envoyés au banquier de l'acheteur, qui acceptera la première et conservera les seconds en garantie de couverture jusqu'à l'échéance. La traite une fois acceptée pourra être négociée et circuler sur la place en attendant le moment où, échue, elle sera présentée pour règlement au banquier que son client aura préalablement couvert.

Pratiqué sous cette forme, le crédit d'acceptation est appelé crédit d'acceptation à « l'importation ».

II. — Ouverture d'un crédit d'acceptation par le banquier du vendeur au profit du vendeur lui-même :

Un exportateur ayant vendu à un client étranger, peut aussi s'adresser à son propre banquier et lui demander l'ouverture d'un crédit à son profit, c'est le cas notamment lorsque le crédit du vendeur est meilleur que celui de l'acheteur.

Le banquier se fait remettre les documents d'expédition et accepte les traites que le vendeur tire sur l'acheteur. Ces documents forment la garantie du banquier, qui les expédie à son correspondant sur la place du client acheteur, ce dernier ne pouvant les obtenir, et par conséquent prendre livraison de la marchandise faisant l'objet de la transaction, que contre paiement du prix convenu.

Cette forme d'acceptation pourrait s'appeler : crédit d'acceptation « à l'exportation », parce qu'elle représente le financement du commerce d'exportation.

Dans les deux cas envisagés ci-dessus, le crédit par acceptation constitue l'une des modalités du crédit documentaire.

III. — Ouverture d'un crédit d'acceptation pour financer des opérations commerciales entre pays étrangers :

Il est essentiel de remarquer que la considération de crédit prime toutes les autres et que la nationalité du banquier accepteur, ou celle des négociants bénéficiaires, ne joue qu'un rôle secondaire.

C'est pourquoi les maisons d'acceptation anglaises financent très volontiers, par l'acceptation, des opérations traitées entre pays étrangers. Une grande partie de leur activité s'emploie à l'occasion des importations européennes en provenance du monde entier.

Ainsi, les importations de laine, de café, de cuirs et peaux sont financées par des acceptations de traites documentaires dont 80 % au moins sont accordées par les banquiers anglais à des étrangers.

Un importateur italien veut acheter de la soie à un vendeur japonais. Il s'adressera à son banquier, la « Banca Commerciale Italiana », par exemple, et le priera de faire ouvrir à Londres, à la « Lloyds Bank » par exemple, un crédit d'acceptation en faveur du marchand de soie japonais.

La « Lloyds Bank » avisera son correspondant à Tokio, la « Mitsui Bank », qu'elle peut escompter les tirages faits sur elle, « Lloyds Bank », pour telle somme déterminée. Le vendeur japonais pourra ainsi obtenir un règlement rapide en remettant ses traites à la « Mitsui Bank ».

Cette dernière escomptera le papier du vendeur japonais et l'enverra à Londres où il sera accepté par la « Lloyds Bank » qui, ensuite, le négociera sur le marché. Les documents seront envoyés en Italie où la « Banca Commerciale Italiana » les conservera jusqu'au paiement du prix de la marchandise.

Les exemples cités ci-dessus, bien que répondant à des besoins différents, ont tous un caractère commun : c'est qu'ils sont basés sur des opérations réelles, sur des opérations ayant fait l'objet d'une transaction commerciale.

2° Crédits basés sur une opération commerciale non encore effectuée

En dehors de cette utilisation fondamentale, le crédit

par acceptation peut être encore employé, bien que toujours à des fins commerciales, soit comme moyen de réaliser sous une forme détournée un découvert en banque, soit pour réaliser un accréditif à l'étranger en suppléant à un transfert de fonds, soit pour financer des marchandises en entrepôt, en anticipant sur leur vente.

EXEMPLE A

Réalisation d'un découvert en banque

La traite est tirée directement par le client sur son banquier; il n'y a aucun intermédiaire entre celui qui ouvre le crédit et celui qui en bénéficie.

Un client du Crédit Lyonnais, négociant en laines, a obtenu de cette banque un crédit par acceptation de 100.000 francs pour trois mois.

Il tire sur le Crédit Lyonnais une traite de 100.000 frs à 90 jours de vue; le Crédit Lyonnais accepte cette traite qui sera ensuite négociée par le tireur lui-même, par un banquier quelconque, ou même par le Crédit Lyonnais; le produit de la négociation étant versé au tireur bénéficiaire du crédit.

En pareil cas, il est bien évident que le crédit par acceptation équivaut exactement à un découvert de caisse, mais il présente sur celui-ci l'avantage d'éviter à l'établissement qui l'accorde une avance effective de fonds. Par contre, le découvert de caisse présente plus de souplesse; il est remboursable à tout moment et peut se prolonger au-delà de 90 jours, tandis que la traite émise en vertu d'un crédit par acceptation ne peut être à plus de trois mois d'échéance et circule, une fois

négociée, jusqu'au jour de l'échéance pour sa valeur intégrale.

Il ne dépend ni du banquier ni du client d'en arrêter la circulation, car l'un et l'autre ignorent le plus souvent dans quelles mains se trouve l'effet.

EXEMPLE B

Réalisation d'un accreditif à l'étranger

Le crédit par acceptation peut être encore utilisé pour réaliser un accreditif à l'étranger en suppléant à un transfert de fonds.

Un importateur français envoie en République Argentine un de ses agents pour y effectuer des achats de laines. Il ne sait pas exactement à combien s'élèvera le montant de ses achats, ni sur quelle place ils se traiteront.

Plutôt que de remettre des fonds à son agent, l'importateur lui fait délivrer par son banquier une lettre de crédit, ou accreditif, en vertu duquel ledit banquier prend l'engagement d'accepter à présentation les traites créées dans les conditions énoncées sur cette lettre. De cette façon, l'agent accredité pourra se procurer des fonds sur les lieux mêmes de ses transactions.

Au fur et à mesure de ses achats, il tirera des traites sur le banquier français désigné par l'accreditif et pourra les escompter sur place, à quelque banque que ce soit, en présentant sa lettre de crédit.

EXEMPLE C

Financement de marchandises en entrepôt

Dans ce cas, le propriétaire des marchandises entreposées tire une traite sur son banquier et la présente à l'acceptation en y joignant le warrant.

Le banquier, après vérification de la régularité du warrant, accepte la traite et la retourne au propriétaire. Celui-ci peut alors escompter cette traite sur le marché. Avant l'échéance, il devra faire la provision auprès de la banque qui, alors, lui remettra le warrant.

Par les exemples qui précèdent, nous pouvons nous rendre compte que le crédit par acceptation est susceptible de nombreuses applications.

Pour la banque qui le pratique, il fait évidemment courir des risques, puisque en définitive l'accepteur est tenu de faire les fonds à l'échéance, quelle que soit l'attitude du client bénéficiaire du crédit. Mais lorsqu'il est accordé à bon escient, il constitue une source appréciable de profit, la commission perçue pour cette opération représentant un bénéfice net et total.

Il n'y a pas lieu, en effet, comme en matière d'avances réelles ou de découverts, de tenir compte de l'intérêt servi aux dépôts qui vient diminuer d'autant le bénéfice de l'opération; le crédit vendu par le banquier ne lui coûte rien.

D'autre part, les traites ainsi créées en vertu de crédits d'acceptation présentent une grande sécurité, la signature de la banque qui les a acceptées les assimile à de véritables billets de banque; elles peuvent changer

de mains à l'infini jusqu'au jour où, arrivant à échéance, elles seront réglées par le banquier accepteur.

En raison de ses qualités de sécurité et de sa facilité de négociation, l'acceptation de banque constitue un moyen de placement excellent pour les disponibilités à court terme.

L'ouverture du crédit, suivie de la mobilisation sur le marché de l'acceptation créée en vertu de ce crédit, a pour effet de drainer une certaine quantité des capitaux du marché monétaire vers le bénéficiaire. Si l'on veut considérer le marché de l'argent disponible à court terme comme un « vaste réservoir », on peut dire que le volume des acceptations en circulation conditionne dans une certaine mesure le niveau de ce réservoir.

Mais cette observation est surtout exacte en Angleterre où le marché des acceptations est considérable, par suite de la spécialisation des « Acceptance Houses » ; à Paris, le volume des acceptations mis à la disposition du marché à Paris n'est pas en rapport avec ses possibilités.

Le portefeuille d'acceptation des six grands établissements de crédit s'élevait, avant la guerre, au 31 décembre 1913, à 609 millions de francs. En admettant que le papier de cette nature détenu à l'époque par toutes les autres banques réunies représentait une somme à peu près équivalente, on arrivait au chiffre de 1.200 millions pour l'ensemble des acceptations détenues en France pour compte étranger était des plus minime.

Le marché de Londres, au contraire, était particulièrement florissant et les acceptations anglaises atteignaient, à la même époque, plus de 8 milliards de francs.

L'instabilité monétaire d'après-guerre ne fit qu'aggraver la situation et, à la fin de 1927, les six grands Etablissements de crédit ne totalisaient plus que 315 millions de francs d'acceptations, soit moins de 75 millions de francs d'avant-guerre.

La situation s'est modifiée dans le courant de 1928, surtout à partir de juin, date à laquelle est intervenue la stabilisation légale; une amélioration s'est produite et le montant des acceptations en circulation s'est mis à augmenter sensiblement.

Au 31 décembre 1928, le volume des acceptations détenu par les six Etablissements de crédit considérés ci-dessus, s'élevait à 1.219 millions de francs, marquant une progression sensible sur l'année précédente et, au 31 décembre 1929, il atteignait 1.749 millions. Ce chiffre restait d'ailleurs très inférieur à celui d'avant-guerre, en tenant compte de la dévalorisation du franc.

C'est évidemment un résultat bien modeste, si on en rapproche ce chiffre du montant des acceptations anglaises ou américaines pour la même année. Il représente seulement le 1/10 des acceptations anglaises et le 1/12 des acceptations américaines.

C'est pour essayer de remédier à cette situation et pour développer sur la place de Paris le volume d'affaires des acceptations, qu'a été créée, le 30 décembre 1929, la Banque Française d'acceptation.

Constituée en plein accord avec la Banque de France, la Banque Française d'acceptation a été créée effectivement par l'ensemble de nos grandes banques; son capital de 100 millions a été souscrit, en effet, par les dix Etablissements suivants :

Banque de l'Union Parisienne.....	10.716.000	»
Banque de Paris et des Pays-Bas.....	10.714.000	»
Crédit Lyonnais.	10.714.000	»
Société Générale.	10.714.000	»
Crédit Commercial de France.....	10.714.000	»
Banque Nationale de Crédit.....	10.714.000	»
Crédit Mobilier.	10.714.000	»
Banque de l'Indochine.....	5.000.000	»
Banque Belge pour l'Etranger.....	10.000.000	»
Banque Italo-Belge.	10.000.000	»
TOTAL.....	100.000.000	»

Ce capital initial était évidemment modeste, d'autant plus que le quart seulement avait été versé à l'origine. Mais l'initiative de la constitution de cette banque, spécialisée, avait pour but de mettre en évidence la volonté des dirigeants de la finance française de jouer désormais un rôle dans le grand commerce international en mettant à sa disposition les facilités de crédit à court terme que la place de Paris était susceptible de lui donner.

L'article 3 de ses statuts définit ainsi l'objet de la Société :

« La Société a pour objet essentiel de faciliter, tant en France qu'à l'étranger, au commerce et à l'industrie, l'obtention du crédit qui leur est nécessaire au moyen de l'acceptation d'effets. »

Les administrateurs du nouvel organisme étaient choisis parmi les représentants des banques qui avaient contribué à sa formation. La réunion hebdomadaire du Conseil d'administration établissait une liaison constante et une véritable collaboration entre les Etablis-

ments bancaires de Paris, qui devait être très profitable au développement des affaires de notre place.

La Banque Française d'acceptation, émanation des grandes banques, pourrait accorder plus facilement des crédits importants et prendre des risques qui auraient paru trop élevés pour une seule banque non spécialisée. Ainsi, l'octroi d'un crédit de 50 millions, par exemple, à un même bénéficiaire, aurait pu paraître trop élevé pour être consenti par un seul Etablissement, tandis que l'ensemble des Etablissements pourraient aisément l'accorder en répartissant entre eux le risque de l'opération. Le rôle de la Banque Française d'acceptation était donc très utile dans cette distribution des gros crédits.

En outre, du fait de sa spécialisation, la Banque Française d'acceptation était appelée à établir avec les correspondants étrangers des relations suivies qui lui apporteraient une documentation de premier ordre, susceptible également de profiter à toutes les autres banques qui, sans être spécialisées, pourraient aussi pratiquer plus largement les affaires d'acceptation.

La création de la Banque Française d'acceptation répondait donc incontestablement à un besoin évident. Dès le premier exercice, son activité a commencé à porter ses fruits.

Le bilan au 31 décembre 1930 accusait un volume de crédits en cours de 565 millions, ce qui, par rapport au faible capital de la banque, représentait déjà un résultat encourageant.

Le rapport du Conseil d'administration de la Banque, pour l'exercice 1930, le constatait dans ces termes :

« En ce qui concerne l'organisation du marché des

acceptations de banques, nous avons pu constater que la capacité d'escompte de notre place s'était, au cours de l'année dernière, sensiblement accrue et que la faveur dont bénéficiait cette catégorie de papier s'était nettement affirmée.

» Les mesures prises à la fin de 1929 par notre Institut d'émission pour faciliter les opérations à très court terme sur acceptations de banques de caractère international n'ont pas été étrangères à cette évolution. Elles devraient, en effet, inciter de plus en plus les Etablissements de crédit à faire entrer dans leur portefeuille des effets de cette nature, d'une négociation toujours aisée, et susceptibles, par conséquent de leur assurer une liquidité parfaite dans les périodes de resserrement monétaire. »

Les résultats de ce premier exercice devaient être les meilleurs de tous ceux obtenus depuis sa création par la Banque Française d'acceptation. En effet, depuis 1931, par suite du développement de la crise, entraînant la baisse des matières premières, le ralentissement des échanges et la réduction de la consommation, les opérations de caractère international diminuèrent fortement. Les événements de l'année : la chute de la livre sterling et les nombreuses défaillances bancaires des pays de l'Europe Centrale, ont ébranlé la confiance. Un grand nombre de donneurs de crédit mirent fin aux facilités qu'ils avaient, jusque-là, accordées et renouvelées.

Pour l'ensemble des banques publiant régulièrement leurs bilans, le total des acceptations en circulation a été réduit, du 31 décembre 1930 au 31 décembre 1931, de 3 milliards 100 millions à 1 milliard 900 millions. Les

acceptations de la Banque Française d'acceptation ne figurent dans ce chiffre que pour 323 millions.

Les mêmes causes défavorables continuant à jouer, l'année 1932 marque encore une nouvelle et sensible diminution du volume des acceptations qui, pour l'ensemble des Banques, ne représente plus, à fin décembre, que 300 millions environ.

L'année 1933 n'apporte aucun changement à cette situation. Le rapport de la Banque Française, pour cet exercice, signale que :

« Les variations des monnaies ont contribué à prolonger le désordre monétaire. Parallèlement à ce désordre, des restrictions de tous ordres ont contribué à entraver les échanges de marchandises : barrières douanières, contingentements qui tendent à diminuer le travail, à restreindre les débouchés, à limiter la production aux besoins d'une consommation de plus en plus locale. »

C'est pourquoi le montant des acceptations de la Banque s'abaisse à 101 millions.

En 1934, le règlement des opérations en marchandises de pays à pays s'opère en grande partie par les Offices de compensation. Tout le commerce international se trouve ainsi ramené à une série d'échanges entre deux pays. D'autre part, l'instabilité des monnaies : livre et dollar, empêche les commerçants de faire appel au crédit par acceptation avec la même liberté qu'autrefois.

Toutes ces raisons expliquent l'insuccès des mesures qui ont été prises en France pour favoriser le développement des acceptations de banques. Cet insuccès tient surtout aux circonstances mondialement défavorables qui ont accompagné la création de la Banque Française

d'acceptation et paralysé son essor. On peut néanmoins espérer que lorsque la crise sera terminée, et que les relations économiques internationales auront repris leur fonctionnement normal, l'organisme ainsi créé pourra poursuivre utilement son action et développer son activité.

3. — LES BONS DU TRÉSOR

L'Etat, pour assurer le fonctionnement de ses services, fait jouer au Trésor public le rôle de banquier du budget en l'autorisant à émettre des obligations à court terme appelées : bons du Trésor.

L'origine de cette pratique est très ancienne. En Angleterre, ces bons étaient déjà connus depuis 1696 sous le nom de « Billets de l'Echiquier » et la Banque d'Angleterre les escomptait aux Gouvernements. Malgré leur faible intérêt, ils furent, de tout temps, recherchés comme remploi de capitaux par les banques, en raison de leur caractère de placement de tout repos et pour leurs facilités de réalisation.

Dès la restauration, le baron Louis, grand Ministre des Finances de Louis XVIII, créa, par une ordonnance du 4 août 1824, les premiers « bons royaux », titres de dette à très court terme, dont l'échéance variait de 1 à 12 mois et dont le taux d'intérêt, variable aussi, était fixé suivant les circonstances et les dispositions du Marché financier.

Tous les Gouvernements qui se sont succédé depuis ont utilisé ce moyen de trésorerie.

Etant donné le caractère du bon du Trésor, qui constitue essentiellement un instrument d'anticipation de

recette budgétaire, sa durée doit être très courte et, en tout cas, ne saurait dépasser un an. Une échéance supérieure ne se comprendrait pas et serait contraire au principe même des bons du Trésor, moyen de trésorerie, étant donné l'annualité du budget.

Ainsi, chaque année, une loi de finances fixe le maximum des bons du Trésor que le Ministre est autorisé à émettre. Les conditions de l'émission sont portées à la connaissance du public par un avis inséré au *Journal officiel*.

Avant la guerre, les bons du Trésor n'étaient connus que d'une clientèle restreinte. Seules les banques, les Chambres de Commerce, les Compagnies de Chemins de fer et quelques particuliers privilégiés, en relations directes avec le Ministère des Finances, étaient admis à souscrire aux émissions qui se faisaient toujours très discrètement. De toute manière, le public était tenu à l'écart.

En août 1914, le montant des bons du Trésor en circulation s'élevait à 400 millions.

L'émission des bons de la Défense Nationale, à partir de ce moment-là, n'empêcha pas l'Etat de continuer à émettre parallèlement des bons du Trésor.

Ces bons, émis surtout par grosses coupures (100.000 francs au minimum), étaient surtout recherchés par les banques qui les gardaient généralement en portefeuille, préférant utiliser les bons de la Défense Nationale dont le marché était plus large, pour se procurer éventuellement des disponibilités.

Le 1^{er} janvier 1927, lorsque la Caisse d'amortissement décida la suppression des bons de la Défense Nationale

à court terme, il fut procédé à l'émission de 5 milliards de bons du Trésor.

Jusqu'en 1931, la trésorerie de l'Etat se trouvant fort à l'aise, il n'y eut pas de nouvelle émission.

Mais, en 1932, le budget se trouva de nouveau en déficit sensible et les émissions des bons du Trésor reprirent, sous la forme de titres à échéance de 3 mois à 1 an, les plus petites coupures étant de 500.000 francs.

La faculté d'émission, qui était restée au chiffre de 5 milliards depuis 1927, fut successivement augmentée de :

2 milliards par la loi du 20 juillet 1932;

1 milliard 1/2 par la loi du 25 juillet 1932;

2 milliards par la loi du 17 septembre 1932;

5 milliards par la loi du 30 décembre 1932.

A la fin de l'année 1932, la limite d'émission se trouvait portée à 15 milliards 1/2 et le montant des bons en circulation s'élevait à 9 milliards 777 millions.

En 1933, la limite d'émission a été ramenée à 14 milliards à la fin de juillet 1933, et la loi du 23 décembre prévoyait, pour l'année 1934, que ce chiffre serait encore abaissé à 12 milliards le 31 mars et à 10 milliards le 30 septembre.

La moyenne des bons en circulation en 1933 s'est maintenue autour de 10 milliards. Cependant, au mois de mai, le Trésor, particulièrement gêné par l'aggravation du déficit budgétaire, avait dû recourir aux banques anglaises en émettant un emprunt de 30 millions de livres sterling en bons du Trésor à 6 mois que les banques escomptèrent. La moitié de cet emprunt fut d'ailleurs remboursée par anticipation au mois d'août, lorsque, par suite de circonstances extérieures, l'afflux des

fonds étrangers donna à notre marché une avance exceptionnelle de trésorerie.

En 1934, le montant des bons en circulation se maintint dans les limites fixées par la loi entre 12 milliards et 10 milliards.

Depuis le 8 février 1935, les souscriptions, qui n'étaient plus acceptées que pour le renouvellement des bons antérieurement émis, sont reçues de nouveau à Paris, à la Caisse centrale du Trésor public, et en province, dans les Trésoreries générales.

Ces bons sont délivrés en toutes coupures à partir de 500.000 francs, — et par multiples de 50.000 francs, — pour toutes échéances comprises entre 1 mois et 1 an, aux taux d'intérêts suivants :

Bons à 1 mois.....	0,50 %
Bons de plus d'un mois à 2 mois.....	1 %
Bons de plus de 2 mois à 3 mois.....	1,50 %
Bons de plus de 3 mois à 12 mois.....	2 3/8 %

La limite d'émission est de nouveau portée à 15 milliards.

4. — LES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Au début de la guerre, le 13 septembre 1914, M. Ribot eut l'idée de créer les bons de la Défense Nationale pour procurer au Trésor les ressources nécessaires à la conduite des hostilités. Ces bons étaient, en réalité, des bons du Trésor d'un caractère un peu assoupli qui, en raison de l'époque où ils virent le jour, ont reçu une appellation spéciale pour préciser leur destination.

Tandis que le bon du Trésor proprement dit n'existait que par coupure de 100.000 francs minimum, les

bons de la Défense Nationale furent immédiatement mis en souscription par coupures de 100, 500, 1.000, 10.000 francs et de toutes sommes supérieures jusqu'à un million de francs; leur durée était de 3, 6 ou 12 mois.

L'intérêt de 5 % payable d'avance, venait en déduction du prix d'émission. De plus, ils étaient exempts de tous impôts : impôt cédulaire et impôt général sur le revenu pour les particuliers, et de la taxe sur le chiffre d'affaires pour les banques.

Ces avantages s'ajoutant aux grandes facilités de délivrance et de remboursement immédiats, non seulement aux guichets des agents du Trésor, mais dans toutes les banques et tous les bureaux de poste, assurèrent aux bons de la Défense Nationale, dès leur création, un gros succès auprès du public.

L'Etat, par ce moyen, emprunta directement aux particuliers sans passer par les banques. Bientôt furent créés des bons à un mois, productifs d'un intérêt de 3,60 %. En même temps, l'intérêt des bons à 6 mois fut réduit à 4,50 % et celui des bons à 3 mois à 4 %.

Les bons de la Défense Nationale constituaient pour les banques un placement de premier ordre pour le remploi des fonds déposés par leur clientèle.

Avant la guerre, la plus grande partie de ces capitaux était employée en escompte sur le marché intérieur, mais, par suite de l'arrêt des transactions commerciales pendant la guerre, la matière escomptable se fit très rare. L'Etat, principal client, n'admettait pas qu'on tirât sur lui. D'autre part, le moratoire avait tué le crédit et les affaires se traitaient presque exclusivement au comptant.

En plus de l'intérêt des bons souscrits, les banques

bénéficiaient d'une commission de placement de 3 % pour les bons à un an, 1,50 % pour les bons à six mois, et 0,75 % pour ceux à trois mois.

En échelonnant habilement leurs souscriptions sur toute l'année, et en prenant des bons à différentes échéances, elles pouvaient s'assurer les mêmes facilités de trésorerie qu'avec leur portefeuille commercial d'avant-guerre, d'autant plus que les bons de la Défense Nationale étaient admis à l'escompte par la Banque de France.

Les bons de la Défense Nationale firent donc très vite la conquête des banques comme ils avaient fait celle du public et leur succès dépassa les prévisions les plus optimistes. Leur montant s'éleva très rapidement et, en 1926, il atteignait le chiffre considérable de 48 milliards 168 millions.

La facilité de placement des bons de la Défense Nationale et les avantages qu'ils procuraient au public avaient leur contre-partie dans le danger qu'ils faisaient courir au Trésor public. En effet, ils constituaient une importante dette flottante, dont la menace était constante et d'autant plus redoutable qu'elle était imprévisible. La crise de confiance qui sévit en 1924 en fit bien voir le danger, lorsque les banques étrangères demandèrent par quantités importantes le remboursement de leurs bons.

De 1924 à 1926, la vogue des bons de la Défense Nationale subit une éclipse. Des bruits de consolidation forcée se mirent à circuler; d'autre part, l'augmentation des prix, le mouvement des transactions commerciales, le développement du crédit, amenèrent les banques à d'autres emplois de leurs capitaux.

L'année 1926 vit s'opérer le redressement financier entrepris par M. Poincaré. Il importait, pour préparer la stabilisation monétaire, d'écarter le danger d'un remboursement massif des bons de la Défense Nationale. C'est alors que la loi du 7 août 1926 confia à la Caisse autonome d'amortissement la gestion des bons de la Défense Nationale. L'accomplissement de cette mission allait investir l'organisme qui en était chargé d'un rôle particulièrement important sur le marché du court terme.

Les bons à un mois furent supprimés le 10 décembre 1926, ceux à 3 mois le 14 janvier 1927, ceux à 6 mois le 30 janvier 1927 et ceux à 1 an le 3 juin 1927.

La Caisse autonome lança alors le bon à 2 ans qui, depuis le 1^{er} janvier 1927, est resté le seul en circulation. Ce nouveau titre constituait, en principe, une immobilisation de 21 mois n'étant bancable que trois mois avant son échéance, mais la Caisse autonome voulut donner à tout moment une possibilité de mobilisation aux porteurs de bons et, dès le début de sa gestion, elle inaugura une politique d'escompte à 4, 5 et 6 mois. Le but visé fut bientôt atteint et les transactions reprirent graduellement leur importance.

Le 3 juin 1927, dernier jour de l'émission des bons à 1 an, le courtier de la Caisse des Dépôts faisait savoir sur le marché que cette administration acceptait de prendre en pension les nouveaux bons à 2 ans, sans limitation de sommes et pour des périodes de durée variable.

La Caisse autonome d'amortissement a pu, dès le début de son activité, mener à bien une partie de sa tâche. Le capital de sa dette à court terme a été réduit

progressivement soit par consolidation, soit par remboursement, de 48 milliards en octobre 1926 à 28 milliards en décembre 1929, soit une diminution de 20 milliards sur le chiffre qu'elle avait pris en charge.

Enfin, en supprimant les bons à court terme et en diminuant le taux des intérêts, la Caisse autonome est arrivée à réaliser des économies considérables, à aménager et à réduire les échéances mensuelles au point d'en faire disparaître le danger.

Les particuliers, comme les banques, peuvent souscrire aux bons de la Défense Nationale soit à la Banque de France, soit à la Caisse d'amortissement. Mais le contingent mis au début de chaque mois à la disposition de la Banque de France étant assez faible, oblige les banques à s'adresser directement à la Caisse autonome.

D'ailleurs, la commission, — actuellement 2,50 % (pour 2 ans), — qui, autrefois, n'était bonifiée aux banquiers que pour les souscriptions faites à la Banque de France, est également payée par la Caisse.

La limite d'émission des bons a été fixée, pour l'année 1934, à 28 milliards 90 millions et ramenée, pour l'année 1935, à 27 milliards et demi. Le montant de la circulation s'est maintenu, pendant ces dernières années, aux environs de cette limite; il s'élevait :

Au 31 décembre 1931, à 27 milliards 208 millions;

Au 31 décembre 1932, à 28 milliards 365 millions;

Les demandes de remboursement qui se produisirent dans l'année 1933 le réduisirent :

Au 31 décembre 1933, à 26 milliards 447 millions;

Au 31 décembre 1934, il était encore à 26 milliards 573 millions.

La faible quantité de papier commercial accepté, qui circule actuellement par suite du ralentissement général des affaires, a permis au bon de la Défense Nationale de devenir le principal instrument du marché monétaire. Le marché hors banque est désormais approvisionné presque entièrement par les négociations auxquelles il donne lieu et les banques l'utilisent largement, soit pour se procurer des disponibilités temporaires grâce au mécanisme des pensions, soit pour effectuer des placements à court terme.

Nous aurons l'occasion de revenir plus loin sur l'importance du rôle joué par les bons de la Défense Nationale comme instruments de trésorerie.

5. — LES BILLETS DES COMPAGNIES DE CHEMINS DE FER

Pour équilibrer leur trésorerie, et pour parer au déficit intercalaire de leur budget, les Compagnies de Chemins de fer font souvent des emprunts à court terme, sous la forme de billets à ordre qu'elles émettent et font escompter auprès des banques et des sociétés de crédit.

Ces billets circulent sur le Marché monétaire comme de véritables titres de crédit à court terme et font l'objet d'un marché hors banque spécial. Le taux qui leur est appliqué est habituellement supérieur de quelques fractions au taux auquel se négocient les acceptations de banque de la première catégorie.

Ils sont d'un montant nominal de 500.000 francs minimum. Leur émission entièrement laissée à l'appréciation des Compagnies intéressées n'est soumise à aucune réglementation légale.

Bien qu'en principe ils ne soient pas admis officiellement à l'escompte de la Banque de France, la Banque en a parfois escompté tout en se montrant particulièrement réservée pour les effets provenant des réseaux de l'État et de l'Alsace-Lorraine.

Il se fait également, sur ces billets, des pensions à 1 mois ou à 3 mois comme sur les bons de la Défense Nationale et les bons du Trésor; la Caisse des Dépôts et Consignations elle-même, les a parfois admis au même titre. Cependant, les conditions de ces opérations sont toujours établies à un taux légèrement supérieur à celui pratiqué pour les pensions de bons de la Défense Nationale.

D'après les informations que nous avons pu recueillir, on évalue à 2 milliards et demi environ le montant des billets actuellement émis par l'ensemble des diverses Compagnies.

DEUXIÈME PARTIE

**Fonctionnement et contrôle
du marché monétaire**

CHAPITRE IV

LES OPÉRATIONS DU MARCHÉ MONÉTAIRE

Nous allons examiner maintenant les diverses opérations auxquelles donne lieu le fonctionnement du Marché monétaire. Nous verrons successivement :

Les prêts au jour le jour et à très court terme;

Les pensions;

Les négociations du marché hors banque;

Les reports sur titres et les reports sur devises.

1. — LES PRÊTS AU JOUR LE JOUR

L'utilité du Marché monétaire étant de procurer du crédit à court terme aux emprunteurs et de trouver aux capitaux également disponibles pour peu de temps un emploi momentané, se traduit normalement par des opérations de prêts et d'emprunts au jour le jour ou à très court terme, qui répondent d'ailleurs exactement aux exigences du commerce bancaire.

En effet, une banque qui veut faire rendre le maximum aux capitaux dont elle dispose, ne doit garder par devers elle que le moins possible de fonds improductifs. Mais s'il lui est relativement facile d'équilibrer sa trésorerie sur une période donnée, il lui est, par contre, presque impossible de savoir d'avance, jour par jour, ce que seront ses rentrées et ses décaissements, surtout lorsque cette banque possède des succursales multiples réparties sur différentes régions où peuvent se produire des événements inattendus.

Ainsi, chaque jour, la trésorerie des banques peut se présenter avec un solde créditeur ou un solde débiteur. Si ce décalage de trésorerie n'est que provisoire, et si l'équilibre doit se rétablir sous 24 ou 48 heures, la banque aura intérêt à ne pas réaliser d'une façon définitive les éléments de son actif disponible à court terme, portefeuille d'escompte ou valeurs mobilières, mais plutôt à venir emprunter sur le marché les fonds qui lui font momentanément défaut.

En Angleterre, cette pratique des prêts au jour le jour est extrêmement normale et toutes les banques l'utilisent couramment. L'emprunteur, par l'intermédiaire du « bill broker », remet au prêteur une liasse de titres de premier ordre ou d'effets d'acceptation, réunis en sommes rondes, appelés « floaters », et reçoit un chèque sur la Banque d'Angleterre. Le lendemain, les floaters sont rendus au « bill broker », contre remise d'un nouveau chèque au profit de la banque qui a consenti le prêt. Le deuxième chèque, qui dénoue l'opération, comprend le montant de la somme prêtée, augmentée de l'intérêt du prêt.

En France, certaines banques repugnent à ce procédé d'emprunt et mettent un point d'honneur à n'être jamais emprunteuses. D'autres, au contraire, le considèrent comme un moyen facile et, le plus souvent, peu coûteux de se procurer de l'argent sans courir le risque d'avoir des excédents de trésorerie sans emploi. Cela dépend, évidemment, des conditions pratiquées sur le marché et qui peuvent être plus ou moins avantageuses suivant l'abondance ou la rareté des capitaux flottants. Le solde de trésorerie dans les banques créditrices ne correspond pas exactement au solde des banques débi-

trices; il y a des périodes où l'argent est très abondant et d'autres pendant lesquelles il est très rare; les banques se trouvent être alors presque toutes dans le même sens : ou elles ont trop de disponibilités, ou elles en manquent.

L'offre et la demande se rencontrent et s'ajustent sur le marché et le taux de l'argent court traduit leurs fluctuations.

En période normale, ce taux est sensiblement inférieur (de $1/2$ % et $1\ 1/2$ %) au taux officiel de la Banque de France, mais parfois, lorsque l'argent est particulièrement rare, il a atteint et même dépassé le taux officiel.

Pratiquement, ces opérations se réalisent par l'intermédiaire des courtiers. Les banques qui cherchent de l'argent s'adressent à eux dès les premières heures de la matinée. Les courtiers qui connaissent déjà les banques susceptibles de jouer le rôle de prêteurs, les interrogent par téléphone et arrêtent les conditions de l'opération d'accord avec l'emprunteur.

Certains banquiers, ayant entre eux des relations particulièrement suivies, se consentent parfois des prêts au jour le jour sans affectation de garanties spéciales. Le prêteur remet à l'emprunteur un virement sur la Banque de France, daté du jour de l'opération, en même temps, l'emprunteur remet aux prêteurs un autre virement daté du lendemain et augmenté de l'intérêt.

Les Etablissements de crédit et les grandes banques ne font ces opérations que contre remise de garanties consistant soit en traites acceptées, soit en bons de la Défense Nationale.

Deux obstacles : l'un d'ordre juridique, l'autre d'ordre

fiscal, gênent en France la pratique courante du prêt à très court terme et entravent son développement.

La procédure actuelle de réalisation du nantissement oblige les créanciers gagistes à l'accomplissement de certaines formalités et leur impose notamment l'observation d'un délai de huit jours avant de réaliser effectivement les objets remis en garantie. Un prêt consenti dans ces conditions représente donc une immobilisation éventuelle de 8 jours, qui peut faire hésiter le prêteur.

Le second obstacle, d'ordre fiscal, consiste dans la perception de l'impôt cédulaire de 16 % sur le revenu des créances. Aux termes de la loi, cet impôt doit être payé par le prêteur, mais, par suite d'un arrangement intervenu entre les banques, il est, en fait, supporté par l'emprunteur. Le taux d'intérêt demandé par le prêteur est majoré, en conséquence, du montant de l'impôt correspondant.

Pour tourner la difficulté et éviter la gêne de ces obstacles, on utilise habituellement un procédé qui consiste à réaliser le prêt sous forme d'une double opération d'escompte.

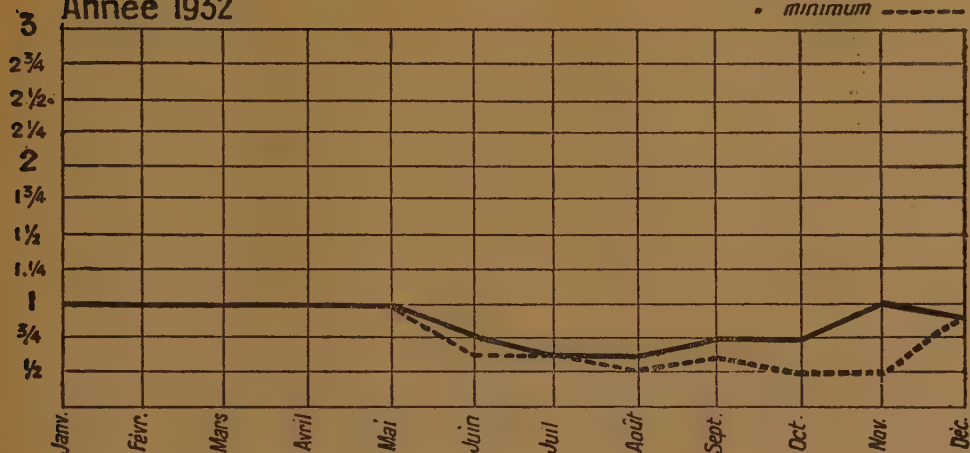
Le prêteur escompte les effets ou les bons de la Défense Nationale qui lui sont remis par l'emprunteur à l'appui de l'opération, en tenant compte, dans ses calculs, du taux convenu et du nombre de jours restant à courir avant l'échéance des effets ou des bons, puis l'emprunteur fait la même opération en sens inverse, aux mêmes conditions, mais avec une date de valeur différente. L'opération se concrétise par l'échange de virements sur la Banque de France.

Il faut noter que la Caisse des Dépôts, lorsqu'elle pratique cette opération sur les bons de la Défense Natio-

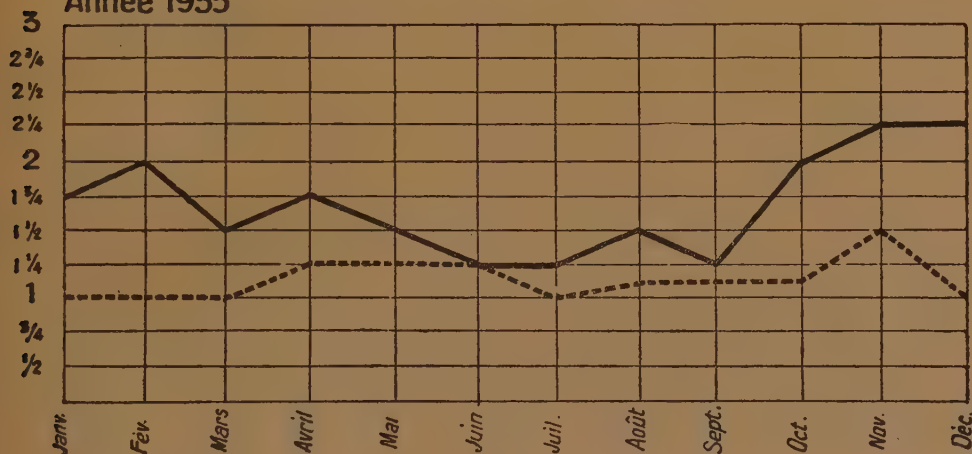
ARGENT au jour le jour

Année 1932

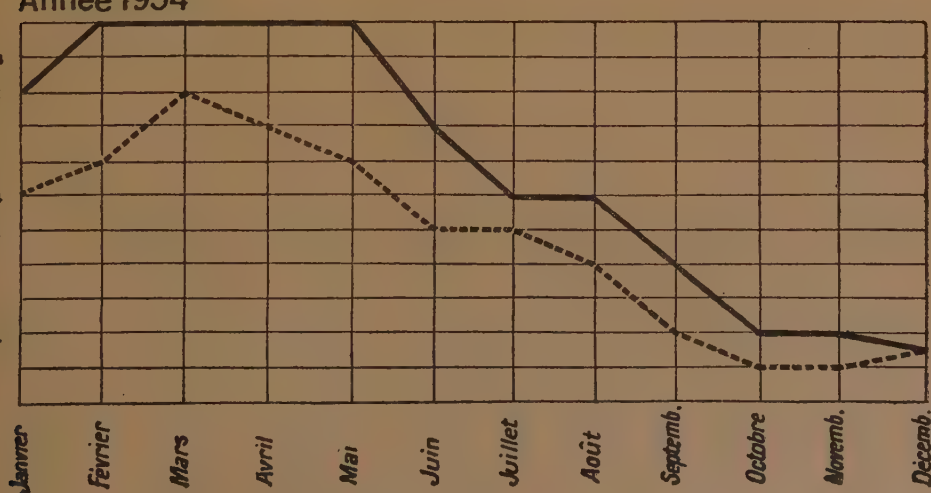
Taux maximum —
• minimum - - -



Année 1933



Année 1934



nale, n'admet de restituer les bons ayant servi de garantie que lorsque le virement qui dénoue l'opération a été reconnu bon, c'est-à-dire après la compensation qui a lieu en fin de journée. (Cette mesure ne s'applique pas aux grands établissements de crédit.)

Les conditions de fonctionnement des prêts à court terme et le manque de souplesse de leur réalisation les ont rendu assez limités jusqu'à présent.

Alors qu'en Angleterre ces opérations font partie de l'activité courante des banques, en France elles ne sont que des opérations accessoires de trésorerie; elles ne sont connues et pratiquées que de rares initiés.

La Banque de France, pour permettre aux banques d'aménager plus commodément leur trésorerie, a pris, en octobre 1929, une décision qui a contrarié, dans une certaine mesure, le développement des prêts au jour le jour, tout en facilitant aux banques l'équilibre de trésorerie. Depuis cette époque, les grandes banques, qui devaient autrefois présenter leurs remises d'escompte dans la matinée, sont autorisées à le faire maintenant jusqu'à trois heures de l'après-midi. Elles ont donc la possibilité de faire de l'argent à tout moment de la journée; elles sont d'ailleurs créditées le jour même, sous réserve de vérification ultérieure des effets présentés.

Ces effets appartiennent à une catégorie spéciale : l'escompte B. Ils doivent être, en principe, supérieurs à 100.000 francs.

2. — LES PENSIONS

Si les prêts au jour le jour ne sont pas très développés en France, pour les raisons que nous venons d'indi-

quer, par contre les opérations de pensions sont très courantes, et constituent le mouvement d'affaires le plus important de notre marché monétaire.

Ces opérations peuvent se pratiquer sur les bons du Trésor auprès de la Banque de France, sur les effets de commerce, les effets des Compagnies de Chemins de fer et les acceptations de banques auprès des banques et des établissements de crédit et sur les bons de la Défense Nationale auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations ou des banques.

C'est surtout grâce à ces derniers titres que s'est développé l'usage de la pension qui s'est substituée peu à peu — et surtout par suite de la suppression des bons à courte échéance — aux négociations pures et simples.

Le système de la pension permet aux banques détentrices de bons ou d'effets d'obtenir la jouissance des capitaux qu'elles ont déjà investis dans ces instruments de placement, sans avoir à les aliéner avant leur échéance.

D'après MM. Lacour et Bouteron, la pension constitue juridiquement un véritable prêt sur nantissement. Ce n'est — disent-ils — ni une opération d'escompte, car les intérêts sont calculés non pas jusqu'à l'échéance des effets, mais seulement jusqu'au jour du remboursement du prêt; ni une vente à réméré. Contrairement au vendeur à réméré, qui jouit seulement jusqu'à une certaine date d'une faculté d'option, le metteur en pension a l'obligation de reprendre les effets ou titres pensionnés à une date fixe, à charge par lui de rembourser la somme reçue et l'intérêt correspondant au taux et à la durée de la pension. D'autre part, le preneur en pension ne devient pas propriétaire; il n'a, sur les titres

reçus, que les droits d'un créancier gagiste et doit les restituer à la fin de l'opération.

Pratiquement, la pension se traduit par une vente au comptant, suivie d'un rachat à terme, et se réalise sous la forme d'une double opération d'escompte avec une date de valeur différente.

Le système de la pension est surtout utile pour les titres dont la longueur d'échéance est supérieure à trois mois et qui, par conséquent, ne sont pas bancables; il permet de les mobiliser pour des périodes plus ou moins longues en attendant soit de les négocier à des conditions avantageuses, soit de les présenter au remboursement à l'échéance.

Ces facilités expliquent le développement que cette opération a pris avec les bons de la Défense Nationale. Grâce à elle, les bons sont devenus, malgré leur durée de deux ans, un moyen de placement à court terme idéal, si bien que les banques n'ont pas hésité à les porter dans leur bilan sous la même rubrique que leur portefeuille commercial.

Lorsque l'argent est abondant, les bons se pensionnent aisément de banque à banque. Un établissement qui détient des bons à 10 ou 15 mois d'échéance, cherche à se procurer des disponibilités pour 1 mois. Il s'adresse à un courtier qui va trouver un autre Etablissement ayant à placer des fonds disponibles pour 1 mois; ce dernier prendra en pension les bons qui lui sont offerts pendant le temps qu'il convient. L'opération est avantageuse pour les deux intéressés : l'emprunteur bénéficie d'une différence d'intérêt, le taux des bons longs qu'il a achetés ou souscrits étant généralement supérieur au taux de la pension pour un mois;

le prêteur trouve dans des conditions de sécurité absolue le placement de ses capitaux pour le temps où ils sont disponibles.

Il faut signaler toutefois que la banque qui négocie ou met en pension les bons qu'elle a souscrits, subit une légère perte du fait que l'intérêt qu'elle a touché au moment de la souscription est calculé sur l'année de 365 jours, tandis que, pour ces opérations, l'intérêt se calcule sur 12 mois de 30 jours, soit 360 jours par an. Cette différence dans les calculs représente, pour le vendeur ou le metteur en pension, une perte de $3/64$ % par an. Il faut donc que l'écart entre le taux de souscription et le taux de l'opération envisagée soit suffisamment large pour rattraper cette perte.

Dans les périodes d'argent rare, le taux des pensions peut s'élever au-dessus du taux de négociation et même du taux de souscription des B. D. N. L'opération devient alors désavantageuse pour l'emprunteur. Il peut même arriver que les banques souffrant d'un resserrement monétaire général se trouvent toutes dans le même sens et ne puissent plus se prendre et se donner leurs bons en pension.

La Caisse des Dépôts et Consignations joue alors, en cette matière, le rôle de banque des banques comme la Banque de France en matière d'escompte. C'est la possibilité de pensionner à tout moment et sans limitation de quantité les bons de la Défense Nationale auprès de la Caisse des Dépôts qui a permis aux banques de les considérer comme un actif immédiatement réalisable.

Les conditions fixées par la Caisse des Dépôts pour ces opérations sont généralement très au-dessus des

taux du marché libre et sont modifiées suivant la tendance, si bien qu'en temps normal, la Caisse reste en dehors des opérations courantes.

Mais à certains moments, lorsque la défiance du public se fait particulièrement sentir et que les déposants procèdent à d'importants retraits de fonds dans les banques, les disponibilités bancaires deviennent rares, le volume des pensions s'enfle rapidement et la Caisse des Dépôts apparaît alors comme le seul prêteur sur le marché des bons non bancables.

Il convient de signaler que cette politique de la Caisse n'est d'ailleurs qu'une attitude de fait; elle ne s'appuie sur aucune obligation légale.

Nous avons vu, en étudiant les acceptations de banques, que ce papier, par suite de la crise économique mondiale, est actuellement très rare, aussi les transactions auxquelles il donne lieu sont-elles très clairsemées.

En décembre 1929, lorsque fut constituée la Banque Française d'acceptation, la Banque de France, pour favoriser le développement de son activité, a pris la décision de faire à certains Etablissements qui seraient agréés par elle, des pensions sur acceptations de banques. Les effets, pour être admis à ces opérations, doivent réunir certaines conditions :

— Être endossés en blanc et ne pas être inférieurs à 50.000 francs;

— Avoir au moins 15 jours et au plus trois mois à courir avant leur échéance.

Le délai consenti pour la pension est de huit jours, mais il peut être prolongé de cinq jours à la demande du présentateur. A l'expiration du dernier délai, si l'établissement qui a demandé la pension ne reprend pas

ses effets, ceux-ci, automatiquement, sont considérés comme une remise ordinaire et escomptés par la Banque de France.

Les opérations sont faites au taux d'escompte habituel auquel la banque ajoute une commission spéciale de 0,50 % l'an.

M. Tannery, en passant de la Direction Générale de la Caisse des Dépôts et Consignations au Gouvernement de l'Institut d'Emission, a voulu, semble-t-il, emporter avec lui la pratique de certaines opérations dont il avait mis au point le mécanisme et qui, jusqu'alors, était réservée au premier de ces Etablissements.

D'accord en cela avec le Gouvernement, il a fait approuver par le Conseil de Régence de la Banque de France l'organisation d'un régime de pension à court terme sur « les effets publics à échéance déterminée, ne dépassant pas deux ans ».

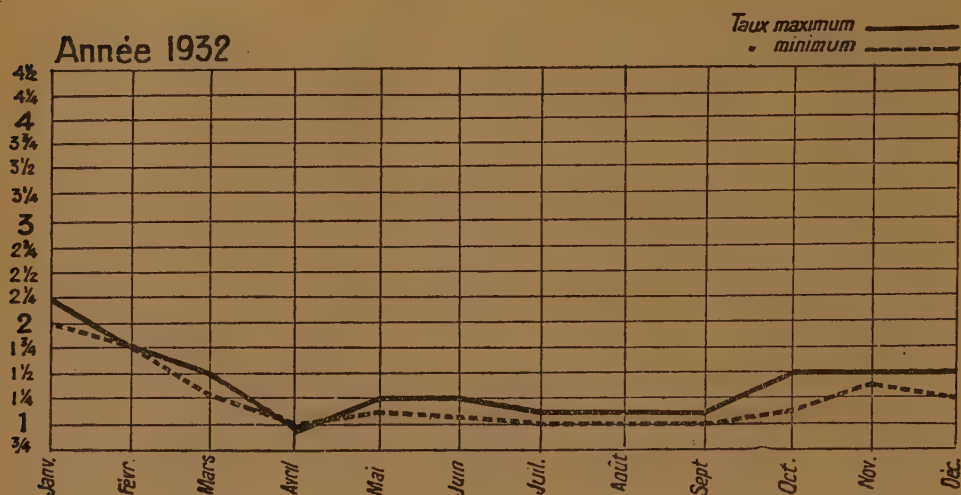
En vertu de cette décision, les bons du Trésor et les bons de la Défense peuvent désormais faire l'objet d'avances dont la durée maxima est fixée à 30 jours à un taux qui sera décidé par le Conseil général et qui pourra être différent de celui pratiqué pour les avances ordinaires. Ce taux a été fixé initialement à 2 5/8 %.

La facilité nouvelle, accordée par la Banque de France, a surtout pour but d'inciter les banques à réduire leurs disponibilités improductives et à souscrire largement aux émissions du Trésor en leur donnant officiellement la certitude qu'elles pourront, sans difficultés et à un taux satisfaisant, trouver, à l'aide des titres souscrits par elles, les capitaux qui pourraient leur être momentanément nécessaires.

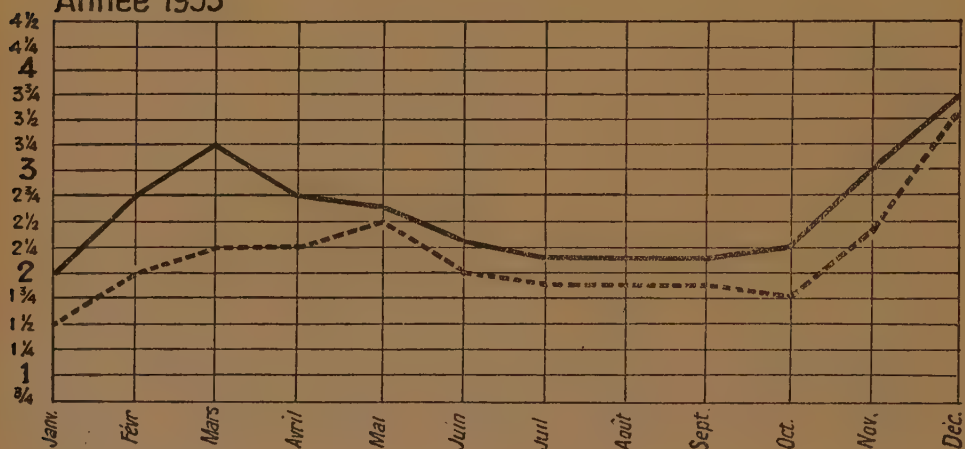
Cette initiative a été bien accueillie par les milieux

PENSIONS sur Bons de la Défense à 3 mois

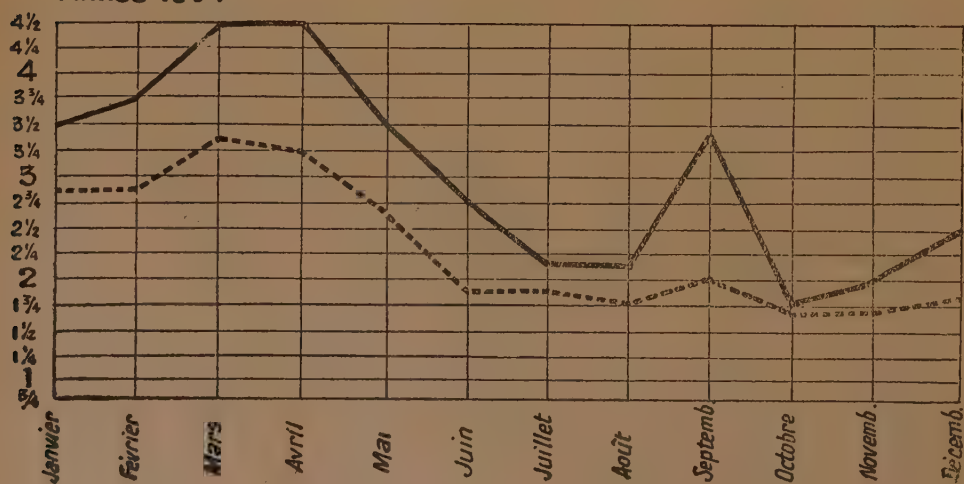
Année 1932



Année 1933



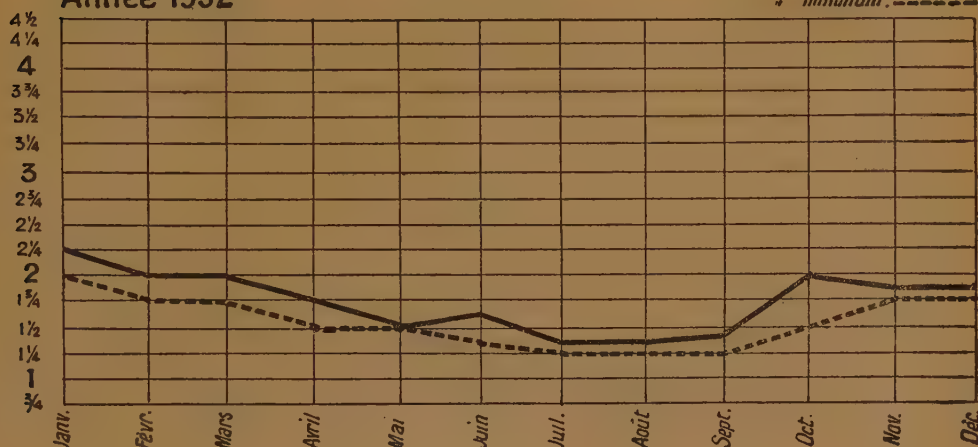
Année 1934



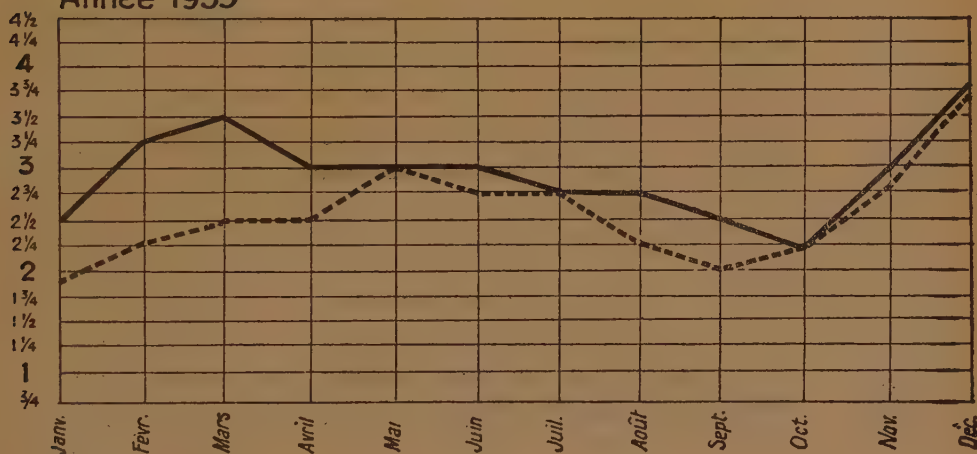
PENSIONS sur Billets de Chemin de fer à 3 mois.

Année 1932

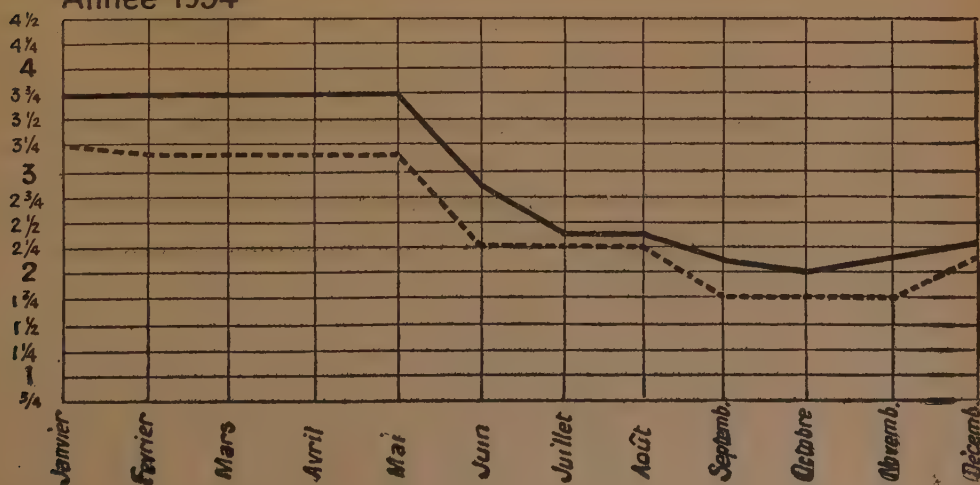
Taux maximum —
" minimum - - -



Année 1933



Année 1934



financiers; elle exprimait l'accord réalisé entre le Gouvernement et les dirigeants de la place en ce qui concerne l'aménagement et l'organisation du Marché monétaire français, en vue d'une meilleure utilisation de ses ressources et de ses possibilités.

Il est d'ailleurs à remarquer que le taux de ces avances était supérieur de $1/8$ % au taux d'escompte officiel et au taux actuel des pensions sur bons de la Défense Nationale à la Caisse des Dépôts et de $2/8$ % aux bons ordinaires du Trésor à plus de 3 mois, qui était de $2\ 3/8$ %.

Cette légère perte d'intérêts pour l'emprunteur éventuel sur bons du Trésor semblait avoir été voulue pour freiner un recours trop fréquent à cette facilité d'avances. Mais ce qui importait surtout aux banques, ce n'est pas tant la réalisation même de l'opération que la possibilité de la réaliser en cas de besoin.

3. — LES NÉGOCIATIONS D'EFFETS SUR LE MARCHÉ

HORS BANQUE

On appelle Marché hors banque, ou Marché privé, l'ensemble des opérations, ventes ou achats, traitées en dehors de la Banque de France et des conditions de l'escompte officiel et portant sur une catégorie spéciale d'effets de commerce appelée « papier hors banque ».

Ces transactions se font de banque à banque par l'intermédiaire des courtiers. Elles permettent aux banques de compenser entre elles ce qu'elles peuvent avoir en excédent avec ce qui leur manque, du fait de leur spécialisation dans telles ou telles opérations. Ainsi, une

banque de dépôts doit avoir toujours des capitaux disponibles tandis qu'une banque d'escompte a souvent besoin de faire appel à des capitaux extérieurs pour renouveler ses opérations.

Le taux du marché hors banque est plus ou moins élevé, suivant la plus ou moins grande abondance des disponibilités, mais il reste toujours, du moins en période normale, assez sensiblement inférieur au taux officiel de la Banque de France, sinon les vendeurs préféreraient nourrir quelque temps leur papier, en attendant des conditions meilleures, ou le réescompter à la Banque de France.

Grâce au marché hors banque, « le réescompte à la Banque de France n'apparaît plus que comme le moyen subsidiaire de mobiliser l'excédent de papier que le réescompte réciproque en banques n'a pu absorber ». (Terrel et Lejeune, *Traité des opérations commerciales des banques*, page 173.)

Les effets qui se négocient sur le marché hors banque doivent être, en principe, d'un montant minimum de 5 chiffres, d'une durée moyenne de 45 jours, revêtus de signatures notoirement connues et acceptés par le tiré. De plus, ils doivent être bancables, c'est-à-dire réunir les conditions requises pour être réescomptables à la Banque de France.

Depuis quelque temps, par suite de la baisse des prix et du ralentissement des affaires commerciales et financières, il s'est établi une vive concurrence entre les grands Etablissements de crédit et certaines banques parisiennes qui démarchent directement la clientèle de province. Cette concurrence, qui s'est exercée parfois au détriment même de l'Institut d'Emission, a conduit

à généraliser les conditions du taux hors banque, pour les effets d'un certain montant.

Le papier négocié directement par le tireur à son banquier n'est pas bancable puisqu'il ne comporte que deux signatures; celle du tireur et celle du tiré, mais il le deviendra entre les mains de l'acheteur dont la signature s'ajoutera aux deux autres.

Les conditions ci-dessus n'ont d'ailleurs rien d'absolu. Lorsque le papier est rare et les disponibilités abondantes, les banques apprécient le risque d'une façon moins sévère et n'hésitent pas à se montrer moins exigeantes.

Le taux du hors banque n'est d'ailleurs pas uniforme, il varie suivant la qualité des signatures escomptées et notamment celle du tiré.

Trois catégories différentes sont habituellement adoptées pour la classification du papier hors banque :

1° Papier de haute banque ou première banque, qui comprend les acceptations des maisons de banque privée formant la « haute banque » : Hottinguer et Cie, de Neuflize et Cie, Heine et Cie, Vernes et Cie, Mallet Frères et Cie, Rothschild Frères, etc.

2° Papier de première deuxième banque comprenant les acceptations des principaux établissements de crédit;

3° Papier de deuxième banque ou papier de haut commerce, comprenant les acceptations de banques de moindre importance et des maisons du haut commerce et se subdivisant en Paris et Province, suivant l'origine.

Le taux d'escompte de ces différentes catégories varie parfois de quelques centimes, mais ces différences sont beaucoup plus théoriques que réelles, ainsi les accep-

tations de grands Etablissements de crédit se négocient aux mêmes conditions que les acceptations de haute banque.

Les taux pratiqués sont également fonction des signatures des endosseurs successifs. Une banque qui aura acheté du papier à un certain cours, pourra, après l'avoir revêtu de son endos, le négocier à un taux moins élevé en encaissant la différence à son profit.

Certains Etablissements de crédit, qui ont, en principe, toujours des capitaux disponibles, ne se portent acheteurs qu'à un taux supérieur à celui pratiqué sur le marché, si bien qu'en définitive, ils n'achètent que dans les moments difficiles, lorsque l'argent est rare.

Les opérations du marché libre constituent pour les banques un placement à court terme, très sûr et très liquide. Cependant, leur volume n'en est pas très développé comme il l'est en Angleterre par exemple, car la multiplicité des taux pratiqués est préjudiciable à leur extension.

4. — LES REPORTS SUR TITRES

Les opérations de report sur titres et sur devises relèvent du marché financier, mais en raison de leur caractère d'immobilisation temporaire et de leur facilité de substitution, elles constituent pour les capitaux du marché monétaire un excellent placement.

On sait que le report sur titres est, au point de vue économique, un prêt consenti à un acheteur à terme pour lui permettre de régler au vendeur le montant des titres qu'il lui a achetés.

Le report marque à la fois la fin d'une opération à

terme antérieure arrivée à son échéance normale, au moment de la liquidation, et le commencement d'une nouvelle opération dont le terme sera la prochaine liquidation :

Je suis, par exemple, acheteur de 100 actions Banque de Paris au 31 janvier, au cours de 1.000 francs. A la liquidation de fin janvier, je dois régler le montant de cette opération, mais je n'ai pas les fonds nécessaires et, d'autre part, les titres ayant baissé, il ne serait pas avantageux pour moi de les revendre. Je désire conserver ma position et attendre des cours que j'espère meilleurs. C'est alors que le reporteur entre en scène. Il accepte de prendre ma place et de payer mon vendeur. Il devient donc propriétaire des titres que j'ai achetés, mais, en même temps il me les revend à la liquidation suivante, c'est-à-dire au 15 février, au même cours qu'il les a payés, augmenté d'un intérêt fixé suivant certaines conditions, représentant la rémunération des capitaux prêtés.

En fait, acheteur, vendeur et reporteur s'ignorent. L'agent de change joue le rôle d'intermédiaire entre eux et ces opérations se font automatiquement; suivant l'importance des engagements à faire, reporter le volume des capitaux offerts sur le marché, le taux des reports sera plus ou moins élevé.

Le placement en reports est une opération très sûre pour les capitaux disponibles pendant un temps déterminé, et qui offre une double garantie : le reporteur est, en effet, le véritable propriétaire des titres qui doivent, en principe, lui être remis ou déposés sous son dossier; d'autre part, en cas de baisse de ces titres, il a

la garantie de l'intermédiaire agent de change ou coulisier, avec lequel il a traité.

Les fonds placés en report sont, en principe, immobilisés pendant la durée d'une liquidation, soit 15 jours au Parquet et 1 mois en Coulisserie, mais il est toujours possible, lorsque l'argent est abondant, de trouver un capitaliste qui accepte de reprendre la place du reporteur, même en cours de liquidation.

Le taux du report est fixé par les Chambres Syndicales du Parquet et de la Coulisserie le jour de la liquidation. D'une façon générale, il y a un écart important entre le taux du Parquet et celui de la Coulisserie, ce dernier étant sensiblement plus élevé. En coulisserie, la période d'immobilisation est le double de celle du Parquet. D'autre part, la sécurité est moins grande, les coulisiers n'étant pas solidairement responsables vis-à-vis de leurs clients, comme le sont les agents de change.

Le marché des reports est alimenté par des fonds provenant de diverses sources. Ce sont d'abord les ressources propres des intermédiaires, agents et coulisiers, qui emploient ainsi leurs réserves et leurs disponibilités. Certains clients particuliers affectionnent également ce mode de placement et maintiennent toujours en report une partie de leurs capitaux.

Les grandes Sociétés, Compagnies d'assurances, Compagnies de Chemins de fer, grands magasins, recherchent aussi cette opération et sont toujours disposés à approvisionner le marché dès que le taux de report leur paraît convenable. En général, les banques préfèrent utiliser autrement leurs disponibilités et les employer à des conditions plus avantageuses en opérations commerciales avec leur clientèle. Cependant, lorsque l'ar-

gent est abondant, elles n'hésitent pas à rechercher à la Bourse un remploi de leurs fonds et à pratiquer largement les opérations de report.

L'importance de la position acheteur sur le Marché financier et le cours des titres cotés conditionnent nécessairement les possibilités de placement en reports et le taux de ces placements.

Pendant le courant de l'année 1929, la position des acheteurs à la Bourse de Paris a nécessité à son point maximum l'emploi de six milliards et demi de francs, Parquet et Coulisse réunis, la position du Parquet représentant à peu près le double de celle de la Coulisse.

La baisse presque ininterrompue à laquelle nous avons assisté depuis 1930 sur la plupart des valeurs mobilières, a détourné le public des opérations de bourse et réduit considérablement les opérations de reports sur titres.

Pendant l'année 1934, le Marché financier ayant vu se produire une certaine reprise d'activité spéculative, il en est résulté une plus forte demande d'argent par la Bourse, qui s'est traduite par une hausse des taux des reports, jusqu'au moment où ces taux étant devenus rémunérateurs ont ramené la clientèle des reporteurs et l'abondance des capitaux mis à la disposition du marché.

Au Parquet, la position acheteur qui était, au 1^{er} janvier 1934, de 1.238 millions, s'est élevée à 1.840 millions au 31 mai, pour retomber à 1.510 millions au 31 décembre.

Parallèlement, le taux des reports est passé de 2.1/8 au 31 janvier à 3 1/2 (maximum) au 29 avril, pour se

retrouver à 2 % au 31 décembre après avoir valu $1\frac{1}{4}$ % (minimum) au 28 septembre.

En coulisse, la position acheteur s'est maintenue aux environs de 500 millions pendant les sept premiers mois de l'année pour fléchir à 350 millions en décembre. Le taux des reports est resté, d'une façon presque normale, à $4\frac{1}{2}$ %.

5. — LES REPORTS SUR DEVISES

Le report sur devises se traite sur le Marché des changes. Il consiste à acheter au comptant des devises qui sont aussitôt revendues à terme. Placer de l'argent en report sur le Marché des changes, c'est donc y apporter des francs pour permettre de lever immédiatement une quantité de devises correspondant à une position acheteur prise par un tiers.

Les devises ainsi acquises avec l'argent du reporteur restent sa propriété jusqu'à l'arrivée du terme où le véritable acheteur en prendra livraison contre paiement.

Les opérations à terme sur le Marché des devises ne sont pas seulement l'œuvre des spéculateurs. Les industriels et les commerçants qui travaillent avec les marchés étrangers sont obligés d'y avoir recours assez souvent, depuis surtout que les changes subissent des fluctuations aussi larges.

Un importateur français, par exemple, vient d'acheter à un prix déterminé des matières premières dont le cours est coté en livres sterling et qui devront être réglées dans un délai de trois mois. Pour ne pas risquer

de subir un préjudice occasionné par une hausse possible de la devise envisagée, il va se couvrir sans retard en achetant à son banquier, à terme de trois mois, le nombre de livres représentant le montant de ses importations. Le banquier qui lui vend ces devises doit également se couvrir de son côté en se procurant au comptant les livres revendues à terme à son client. La différence entre le cours de la devise au comptant et le cours de cette même devise à trois mois représente l'intérêt de l'argent immobilisé dans cette opération et détermine le taux du report.

On peut être, sur le Marché des changes, aussi facilement vendeur qu'acheteur, et le taux du report s'établit en fonction de l'importance de la position acheteur et de l'abondance de la devise cotée.

Nous avons dit que les devises acquises par le reporteur restent sa propriété jusqu'à l'arrivée du terme; pendant l'intervalle, il pourra donc en user comme il lui plaît. Il peut notamment les placer dans leur pays d'origine où un nouvel intérêt sera servi. Ainsi, le reporteur de livres touchera un double profit correspondant au double emploi qu'il aura fait, d'une part sur ses francs, d'autre part sur ses devises.

Le report sur devises est donc une opération intéressante dont l'avantage réside surtout dans la différence des taux d'intérêts entre la place de Paris et la place d'origine des devises sur lesquelles il porte.

En 1926, lorsque la spéculation s'était chargée d'une façon massive à la hausse de la livre, le report valut jusqu'à 20 %; d'autre part, l'argent à court terme valait à Londres 4 %. On pouvait donc, en pratiquant l'opération décrite ci-dessus, en retirer un intérêt de 24 %.

Cette situation anormale ne dura d'ailleurs que quelques jours et bientôt le taux du report retombait à 4 %.

Au début de mars 1932, la spéculation se porta de nouveau acheteur de livres. Le report s'éleva à 0,40 par livre pour 3 mois, l'argent à court terme valait alors 3 % à Londres, tandis qu'à Paris il ne coûtait que 1 1/2 %. L'opération rapportait donc 4 5/8 % et était encore très avantageuse pour les capitaux français.

Cette opération ayant pour base une opération d'achat de devises au comptant, correspondait à une exportation de capitaux. Pour cette raison, elle a été interdite aux banques françaises par la loi contre l'exportation des capitaux, jusqu'au mois de juin 1928, lorsque celle-ci fut abolie. Les banques étrangères, qui n'étaient pas soumises au même contrôle, ont pu la pratiquer sans concurrence et en retirer des bénéfices qui, à certains moments, furent considérables.

D'une façon générale, en tenant compte des écarts du taux d'intérêt entre les places de Londres et Paris, un report de 0,07 à 0,10 cts sur la livre à 3 mois serait à peu près normal, mais par suite de la crise économique mondiale et des craintes qu'elle suscite au sujet de la stabilité des principales devises, les mouvements spéculatifs agitent périodiquement le Marché des changes et en bouleversent les conditions dans des proportions anormales.

CHAPITRE V

CONTRÔLE DU MARCHÉ MONÉTAIRE

L'étude de l'organisation et du fonctionnement du Marché monétaire français conduit, tout naturellement, à se demander par qui en est assurée la direction et qui en détient le contrôle.

1. — LE RÔLE DE LA BANQUE DE FRANCE

SON ÉVOLUTION PAR SUITE DE L'INFLUENCE DES CAISSES PUBLIQUES

Au cours d'une conférence faite le 21 février 1930, à l'Ecole des Sciences Politiques, M. Velay, Directeur Général de la Banque Française d'acceptation, s'exprimait en ces termes :

« Le Marché de Paris peut devenir un centre monétaire très important si la Banque de France conserve le contrôle du marché français et si elle dirige l'utilisation du mouvement international du crédit. »

Cette déclaration, faite au moment où les grands Etablissements de la place, d'accord avec l'Institut d'Émission, venaient de constituer la Banque Française d'acceptation en vue de développer l'importance internationale du marché de Paris, impliquait non seulement l'existence déjà acquise du contrôle de ce marché, au

profit de la Banque de France, mais encore affirmait la nécessité de son maintien.

Avant la guerre, le Marché monétaire français ne présentait qu'une importance tout à fait secondaire au point de vue international. Le régime du bi-métallisme, alors en vigueur, empêchait que se constituât en France un large marché d'acceptations bancaires. Le franc, malgré une stabilité remarquable, n'était pas rigoureusement convertible en or; la banque pouvant, si elle le voulait, rembourser ses billets soit en or, soit en argent. Cette incertitude dans laquelle se trouvait notre monnaie, bénéficiait tout particulièrement à la livre sterling. Les prêts à court terme que les banques françaises consentaient à l'étranger passaient habituellement par Londres où les francs étaient convertis en livres sous forme d'acceptations anglaises. Ainsi, le rôle joué par les banques françaises se bornait à apporter leur clientèle au marché anglais.

Au point de vue intérieur, le marché de Paris était caractérisé par son manque d'ampleur. Le marché libre de l'argent y était très réduit et purement local.

Le crédit à court terme était surtout dispensé par l'escompte des effets de commerce à 3 mois. Les banques et les Etablissements de crédit se livraient à cette opération en utilisant les fonds de leurs déposants.

La Banque de France, par le réescompte, leur offrait toujours la possibilité de mobiliser, en cas de besoin, les fonds ainsi employés.

C'est pourquoi la stabilité des taux pratiqués sur le marché de l'escompte était remarquable. De 1900 à 1912, le taux officiel de la banque n'a varié que 11 fois, sans jamais dépasser 4 1/2 %, alors que Londres avait

connu, pendant la même période, 73 taux différents dont le plus élevé fut 7 %.

Cette possibilité de recourir à la Banque de France rendait inutile la création d'un vaste marché autonome de l'argent, comme il en existait déjà à Londres.

Par le jeu de son taux d'escompte, l'Institut d'Emission agissait directement sur le marché et y exerçait une influence déterminante. Pour augmenter ou réduire le volume monétaire, il suffisait d'élever ou d'abaisser le taux d'escompte : un taux élevé attirait sur le marché les capitaux à la recherche de placement, un taux bas les en détournait.

Cette politique du taux d'escompte était considérée comme le seul moyen d'action efficace et assurait à la Banque de France le contrôle automatique du Marché monétaire.

La guerre et tous les bouleversements qu'elle a entraînés, notamment dans les attributions financières de l'Etat, ont ébranlé la solidité de ces principes et ont fait perdre à l'Institut d'Emission sa situation prépondérante. A plusieurs reprises, en effet, la question s'est posée de savoir si les décisions de la Banque de France ne pouvaient pas se trouver restreintes ou même contrebalancées par l'influence de nouveaux facteurs, et notamment par l'action indépendante exercée par certaines administrations publiques sur le marché de l'argent.

Au début de l'année 1931, des entrées d'or importantes s'étant produites chez nous, nos voisins d'outre-Manche nous reprochèrent — bien que la Banque de France ait réduit successivement son taux d'escompte de 3 1/2 % à 3 % en janvier 1931 et de 3 % à 2 1/2 %

en avril de la même année — de garder une attitude purement passive en face de ce mouvement.

Des conversations eurent lieu entre experts des trésoreries britanniques et françaises, à la suite desquelles le Ministre des Finances fit paraître le communiqué suivant :

« La Trésorerie française, tout en ne pensant pas que les conditions de gestion des fonds publics en France aient pu exercer sur les mouvements d'or les conséquences qu'on leur a parfois attribuées, n'en a pas moins affirmé volontiers son intention de continuer à tenir compte dans ce domaine, et dans la limite de ses nécessités propres, des répercussions que les opérations publiques pourraient avoir sur le Marché monétaire. »

Quelles sont donc les opérations visées par la déclaration officielle et comment l'Administration des fonds publics pouvait-elle entraîner des répercussions susceptibles de justifier de pareilles préoccupations?

Si l'on considère successivement les principales administrations financières, on ne peut manquer d'être frappé par l'importance considérable de leur développement au cours de ces dernières années.

Le budget, qui se chiffrait en 1914 à 5 milliards de francs-or, soit 25 milliards de francs actuels, s'est élevé successivement jusqu'à près de 50 milliards, ce qui représente une augmentation de presque 100 %. On conçoit aisément que le choix des méthodes appliquées à la perception et à la distribution des sommes qui alimentent le train de vie de l'Etat et les mouvements d'une trésorerie aussi importante aient pu apporter sur le marché de nombreux éléments d'influence.

L'accroissement considérable de la dette publique, à

la suite de la guerre, a obligé l'Etat à jouer un rôle de plus en plus important sur le marché des capitaux. Nous avons vu que, pour alimenter les Caisses publiques, le Trésor jouait le rôle de banquier et ouvrait directement ses guichets aux opérations de la clientèle : comptes de dépôts à vue, comptes-courants avec préavis, émission de bons du Trésor, de bons de la Défense Nationale, à échéances variables, de titres amortissables et de titres de rente perpétuelle, en un mot, toute la gamme des emplois d'argent était utilisée pour amener les disponibilités des banquiers et celles des particuliers dans les Caisses de l'Etat.

La dette à court terme ayant absorbé une grande partie des ressources du marché, l'Etat s'est trouvé bientôt investi d'une responsabilité grandissante, dans le domaine des transactions monétaires. Au moment où fut envisagé le redressement financier, il fallut penser à accumuler des réserves pour pouvoir, le moment venu, entreprendre le réaménagement de la Dette publique en pratiquant une politique d'amortissement et de conversion.

La Caisse autonome fut alors chargée de gérer la Dette flottante représentée par les bons de la Défense Nationale, et l'accomplissement de sa mission allait la mettre au rang des puissances monétaires de la place.

D'autre part, l'Etat, à la suite de l'évolution politique qui se produisait dans le pays tendant à développer la notion de service public et de devoir social, était appelé par la volonté même du législateur à étendre ses attributions en s'adjoignant une quantité de services annexes. Son intervention se faisait de plus en plus effective dans un domaine qui, jusqu'alors, avait été réservé

à l'initiative des particuliers. Diverses institutions de prévoyance, d'assurance et d'épargne reçurent, de la part de l'Etat, une investiture officielle par l'octroi de traitements de faveur qui devaient bientôt éliminer peu à peu la concurrence privée.

Ces services annexes, bien que confiés à des organismes divers sont rattachés, pour l'administration de leurs fonds, à une institution autonome : la Caisse des Dépôts et Consignations, dont les attributions de plus en plus nombreuses marquent bien l'extension de la puissance publique.

Ainsi, l'activité financière de l'Etat s'exerce aujourd'hui à la fois, par ses attributions essentielles pour la trésorerie et l'exécution du budget, et par ses fonctions accessoires.

Cette activité semble s'être développée à certains moments au détriment de la Banque d'Emission et avoir diminué la prépondérance traditionnelle de son autorité.

La présente étude étant consacrée au marché du crédit à court terme, nous allons examiner les opérations faites par la Caisse autonome d'amortissement en essayant de dégager les répercussions monétaires qu'elles déterminent. Nous verrons ensuite le rôle important joué par la Caisse des Dépôts et Consignations par le marché des bons de la Défense Nationale, et comment son action est venue enlever à la Banque de France la direction du Marché monétaire qu'elle exerçait autrefois par le moyen de l'escompte.

2. — LES OPÉRATIONS DE LA CAISSE AUTONOME D'AMORTISSEMENT ET LEURS RÉPERCUSSIONS MONÉTAIRES

La Caisse autonome est chargée, comme son nom l'indique, de l'amortissement de la Dette publique et de la gestion des bons de la Défense Nationale. Le seul énoncé de ses attributions suffit à donner une idée de l'importance et de la variété des opérations qu'elle est appelée à entreprendre dans le domaine du crédit public. Ces diverses opérations ne sauraient être exécutées sans entraîner, par voie d'incidence, des répercussions monétaires importantes.

On s'est même demandé, à certains moments, si la Caisse autonome, par l'ampleur de ses moyens d'action et les modalités de son intervention, n'exerçait pas une véritable « direction de la monnaie ».

De quelle façon la Caisse autonome accomplit-elle sa mission? Agit-elle seulement en vue d'atteindre son but qui est, avant tout, d'amortir la Dette publique, sans considérer les répercussions que sa politique peut entraîner, ou cherche-t-elle à ménager les intérêts du marché en évitant d'y apporter, par ses opérations, des éléments de trouble?

Par la gestion des bons de la Défense Nationale, la Caisse autonome, en collaboration avec la Caisse des Dépôts et Consignations, participe délibérément à la distribution du crédit et à l'absorption des capitaux flottants.

Dans son œuvre d'amortissement de la Dette, la Caisse autonome conserve l'entière responsabilité de

son action et de l'influence qu'elle peut avoir sur le Marché monétaire.

Il n'est pas question, bien entendu, de discuter ici le principe même de l'opportunité générale de l'amortissement, mais seulement d'examiner les conséquences que peut entraîner son application dans le domaine qui nous intéresse.

L'amortissement peut porter soit sur la dette perpétuelle ou à long terme, soit sur la dette flottante. Dans le premier cas, il se réalise par l'achat en Bourse de titres destinés à être annulés immédiatement; dans le second cas, il consiste à retirer de la circulation, en ne les renouvelant pas, les bons de la Défense Nationale qui arrivent à échéance. Dans l'un et l'autre cas, la Caisse autonome déverse sur le marché un volume plus ou moins important de liquidités qui, avant de se réinvestir, viennent grossir la masse des capitaux flottants.

Tout en procédant à l'aménagement de la dette flottante, par la gestion des bons de la Défense Nationale, la Caisse autonome n'a pas manqué d'envisager les conséquences que pourrait entraîner son intervention. La lecture du rapport de son Conseil d'administration pour l'exercice 1929 nous en fournit la preuve :

« Il n'a pas paru au Conseil d'administration qu'un amortissement accéléré des bons de la Défense Nationale fût désirable. Un accroissement constant et rapide de la masse des capitaux flottants pourrait, en effet, ne pas être sans inconvénient pour le Marché monétaire et le Conseil d'administration s'est, en conséquence, attaché à ne pas restituer à ce marché plus qu'il n'était capable d'absorber. Cette situation, ainsi que l'avantage qu'il y avait à supprimer des rentes sur l'Etat, dont l'in-

térêt était plus élevé que celui des bons de la Défense Nationale, ont amené la Caisse à consacrer la plus importante partie de ses disponibilités à des rachats de rentes en Bourse. »

Ainsi, la Caisse autonome, se rendant compte de l'influence que l'amortissement trop rapide des bons de la Défense Nationale exercerait sur le Marché monétaire, a cherché à en atténuer les effets en employant la plus grande part de ses ressources à l'amortissement des rentes. Elle a considéré, à tort ou à raison, que les effets monétaires engendrés par les deux sortes d'amortissements sont tout à fait différents et que les sommes provenant du remboursement des bons devaient rester sur le marché des capitaux à court terme, tandis que celles provenant du rachat et de l'annulation des rentes, devaient se réemployer sur le marché financier.

En examinant les opérations entreprises par la Caisse autonome pendant les diverses périodes où son action a pu s'exercer, particulièrement dans le domaine de la dette flottante, nous constatons que ces opérations ont eu des répercussions immédiates sur le Marché monétaire. Elles ont occasionné un resserrement ou une abondance des capitaux flottants, et se sont traduites par une élévation ou un abaissement des taux pratiqués.

En 1926, le montant des bons de la Défense Nationale s'élevait à plus de 48 milliards. Pendant la période de juin 1928 à fin décembre 1930, il fut ramené successivement à 24 milliards 900 millions, puis s'éleva de nouveau à 28 milliards.

Ces mouvements, dans le volume des bons, ont en-

traîné des mouvements inverses dans le volume des capitaux flottants.

De juin à décembre 1928, lorsque les derniers bons à un an furent remboursés, un délai de six mois devait s'écouler avant l'échéance des premiers bons à 2 ans, émis en janvier 1927 :

« Durant cette période, la Caisse autonome n'a pas voulu cependant suspendre complètement l'émission de ses bons à 2 ans; il lui a paru préférable de répartir sur 24 mois le volume de la circulation des bons, sauf à réduire, en 1929, le montant des émissions correspondant aux mois les plus chargés, et c'est ainsi que, de juin à décembre 1928, une moyenne de 370 millions de bons a été mise mensuellement en circulation. Il devait en résulter, pour la Caisse, un accroissement de ses disponibilités un peu supérieur à ses besoins immédiats, mais elle gardait ainsi avec les souscripteurs de bons un contact nécessaire pour préparer la reprise des opérations d'émission et de remboursement en janvier 1929. Elle réalisait aussi un meilleur aménagement de ses échéances, indispensable pour la régularisation de son action. » (1).

Pendant les mois de janvier et février 1929, les bons émis furent encore supérieurs aux bons remboursés. La Caisse reçut ainsi, du mois de juin 1928 au mois de février 1929 inclus, un afflux de près de trois milliards, le volume des bons s'étant élevé de 33.500 millions à 36.400 millions. Ces capitaux, qui allaient gonfler le solde du compte de la Caisse à la Banque de France firent défaut au marché et les taux pratiqués s'élevè-

(1) Rapport de la Caisse autonome pour l'année 1928.

rent progressivement de $2\frac{3}{4}\%$ à $3\frac{3}{8}\%$ pour l'es-compte « hors banque » et jusqu'à $3\frac{7}{8}\%$ pour les pensions de bons.

Si nous considérons une autre période où les remboursements opérés par la Caisse sont supérieurs au montant des émissions, nous devons aboutir à la constatation de phénomènes inverses sur le marché.

Du mois d'août 1929 au mois de juin 1930, le total des bons en circulation s'abaisse de 31 milliards 700 millions à 24 milliards 900 millions.

D'autre part, la Caisse procédait, dans cette même période, à d'importants rachats de rentes. Le solde de son compte à la Banque de France est réduit de 7 milliards environ à 1 milliard 860 millions; d'importantes sommes liquides sont déversées sur le marché. L'abondance de l'argent se traduit aussitôt par la baisse de divers taux. Le mois de juin voit s'appliquer les taux les plus faibles de l'année : $1\frac{7}{8}\%$ sur le marché hors banque et $2\frac{1}{4}\%$ sur les pensions de bons de la Défense Nationale (1).

Ces taux minima ne se maintiennent pas longtemps; dans le deuxième semestre de cette même année 1930, ils remontent de $1\frac{7}{8}\%$ à $2\frac{1}{16}\%$ pour les taux hors banque et de $2\frac{1}{4}\%$ à $2\frac{3}{4}\%$ pour le taux des pensions. C'est que le montant de bons émis s'est relevé de 25 à 28 milliards, les remboursements correspondants aux émissions réduites du deuxième semestre de 1928 diminuent progressivement, mais les souscriptions demeuraient à un chiffre à peu près constant par suite de la politique pratiquée par la Caisse pour égaliser

(1) Rapport de la Caisse autonome pour l'année 1930.

les échéances à venir. D'autre part, au même moment, la Caisse avait cessé ses achats de rentes et conservait ses ressources en vue de préparer des opérations de conversion qui étaient alors envisagées.

Bien que ces mouvements de resserrement et d'abondance monétaires n'aient pas été spécialement voulus et déterminés par la Caisse autonome, en vue d'un plan concerté, mais représentent plutôt les conséquences qui découlent naturellement de l'exécution de sa mission financière, il n'en est pas moins vrai que le Marché monétaire en fut sensiblement impressionné.

Si l'achat des rentes s'exerce toujours dans le même sens, en apportant des disponibilités sur le marché, la gestion des bons laisse à la Caisse la possibilité de réduire ou d'augmenter le volume de ses disponibilités.

Le plafond légal qui lui est imposé constitue seulement une limite, un maximum annuel, qui n'empêche nullement la Caisse d'augmenter à un moment donné, le volume des bons en circulation. Elle peut avoir, par des remboursements antérieurs, ramené ce volume à un chiffre tel qu'il lui permette de reprendre ses émissions à un rythme plus rapide que les remboursements. Il suffit que le maximum ne se trouve, à aucun moment, dépassé de plus de 6 %.

Ainsi, suivant qu'elle donne le pas aux émissions sur les remboursements ou qu'au contraire elle amortît plus qu'elle n'emprunte, la Caisse autonome agit directement sur le niveau des disponibilités du marché.

On a voulu faire à la Caisse le reproche de pouvoir, par ses opérations d'amortissement, provoquer de l'inflation. Cette opinion nous paraît excessive car aucune de ses attributions ne lui permet de créer un supplé-

ment de monnaie et les sommes qu'elle remet en circulation sont nécessairement les mêmes que celles qu'elle a reçues antérieurement, soit par des ressources budgétaires, soit par l'émission de bons. Cependant, elle peut accumuler à son compte-courant des réserves plus ou moins considérables qui, retirées du marché, constituent une immobilisation susceptible d'entraîner une déflation provisoire jusqu'au moment où ces réserves seront libérées. Si, pendant la période correspondante à cette immobilisation, le marché, gêné par la réduction de ses ressources, a dû faire appel à l'Institut d'Emission pour lui demander les capitaux qui manquent à son équilibre, le jour où la Caisse voudra remettre en mouvement les réserves qu'elle a constituées, elle risque de ne pas leur trouver un emploi immédiat, car elles auront été déjà remplacées dans la circulation et, en les ajoutant à une masse de monnaie déjà suffisante, de provoquer une sorte d'inflation.

Depuis ces dernières années, le montant des bons de la Défense Nationale en circulation est demeuré à peu près constant autour de 27 millions, en dépit des embarras que le Trésor public a connu à certains moments, en particulier lors des difficultés qui marquèrent les derniers mois de 1933 et les premiers mois de 1934. Il est juste de reconnaître que cette stabilité est due surtout à la politique de la Caisse autonome qui s'est appliquée depuis sa création à réaliser progressivement l'aménagement des échéances de telle sorte que le montant en bons venant à maturité chaque mois ne varie plus aujourd'hui que de 1 milliard à 1.200 millions, alors qu'il atteignait à l'origine, pour certains mois, jusqu'à 8 milliards.

M. Baby, auteur d'un ouvrage sur la Caisse d'amortissement, n'hésite pas à louer sans réserve la bienfaisance des opérations menées par la Caisse autonome :

« En définitive, dit-il, si l'œuvre de la Caisse autonome n'a pas eu, fort heureusement d'ailleurs, de conséquence néfaste sur la circulation monétaire actuelle, et si aucune inflation n'a été déterminée sur notre marché par la libération massive de tranches de capitaux antérieurement absorbés par l'Etat, le mécanisme de l'amortissement de notre dette flottante et de notre dette consolidée doit, inmanquablement, entraîner les répercussions les plus heureuses dans les différents domaines de notre économie nationale. »

Sans vouloir diminuer le prestige de la politique d'amortissement, et sans discuter l'opportunité de ces opérations, nous sommes obligés de constater que leur application est particulièrement délicate et doit être menée avec beaucoup de doigté pour ne pas engendrer par incidence des répercussions fâcheuses.

3. — L'INFLUENCE DE LA CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS PAR LE MARCHÉ DES BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

En étudiant les opérations du Marché monétaire, nous avons vu que les pensions pratiquées sur les bons de la Défense Nationale y occupent une place de premier plan. La durée de la crise économique, en rendant de plus en plus rares les besoins du commerce et de l'industrie a supprimé une grande partie du papier commercial et contribué à mettre en relief l'utilisation des bons de la Défense Nationale dans l'emploi des disponibilités bancaires. En tant que valeur d'Etat, ce titre représente le maximum de sécurité; la facilité de mobilisation qui lui a été donnée, fait de lui l'instrument

le plus souple et le plus pratique qu'on puisse trouver actuellement. Les échanges considérables auxquels il a donné lieu pendant ces dernières années, ont fait dire que le vrai marché des capitaux flottants se confondait avec celui des bons de la Défense Nationale.

S'il en est ainsi, la Banque de France ne peut plus avoir l'autorité qu'elle possédait avant la guerre, lorsque le papier de commerce était considéré par les banques comme le moyen normal d'assurer leur liquidité. En élevant son taux d'escompte, l'Institut d'Emission n'atteint plus son but, comme autrefois, car, les banques ayant la possibilité d'alimenter leur trésorerie à meilleur compte, renoncent au réescompte de leur papier commercial et mobilisent leurs bons en cours en les négociant, ou en les pensionnant auprès de la Caisse des Dépôts. Ainsi, la Banque de France perd le contact avec le Marché monétaire et le contrôle du volume du crédit lui échappe.

Après la guerre, lorsque la reprise des transactions commerciales a procuré aux banques de nouveaux débouchés pour l'emploi de leurs capitaux disponibles, il s'est établi un véritable marché hors banque sur les bons de la Défense Nationale. Les banques continuèrent à souscrire largement aux bons, en raison des intérêts élevés qu'elles en retiraient, intérêts auxquels s'ajoutait encore la commission de souscription. Mais si par la suite, elles avaient besoin de disponibilités, elles revendaient leurs bons sur le marché à un taux généralement avantageux, qui variait suivant l'échéance des titres : plus l'échéance était rapprochée et plus le taux de négociation était bas.

Certaines banques trouvèrent dans ces opérations des

sources de profit très intéressantes. De l'année 1927 au mois de juillet 1931, la Caisse procédant à l'amortissement de la Dette flottante, réduisit considérablement le volume des bons en circulation. Pendant cette période, ils furent très recherchés et leur souscription fut fortement contingentée.

Les banques pouvaient alors les négocier à des conditions avantageuses, aussi, n'hésitaient-elles pas à vendre les bons qu'elles avaient en portefeuille au fur et à mesure que l'échéance se rapprochait, pour en souscrire de nouveaux à échéance plus lointaine.

Ainsi, en 1931, lorsque l'intérêt d'origine était de 2 1/2 %, les bons se négociaient sur le marché libre au taux de 1 3/4 % pour ceux ayant encore 18 mois à courir avant l'échéance, à 1 1/2 % pour ceux à un an et à 1 % pour ceux à un mois. Certaines banques, profitant du contingent qui leur était alloué, souscrivaient uniquement pour bénéficier de la commission et de l'écart existant entre le taux d'émission et le taux de négociation du marché, avec l'intention de revendre aussitôt.

Ce procédé n'était d'ailleurs pas exempt de risque, surtout à partir du moment où les bons à courte échéance furent supprimés. Depuis que la Caisse d'amortissement ne délivre plus que des bons à 2 ans, il faut attendre 21 mois avant que ces titres soient bancables. Si le marché subit une tension, rendant l'argent plus rare, la négociation des bons risque de devenir difficile et de ne pouvoir s'effectuer qu'à perte, le taux hors banque pouvant s'élever au-dessus du taux d'émission.

C'est pour cela que, le 3 juin 1927, la Caisse des Dépôts faisait connaître, au moment de la suppression

des bons à un an, qu'elle acceptait de prendre en pension les nouveaux bons à 2 ans, sans limitation de sommes.

La mise en pension à la Caisse des Dépôts représentait, pour les détenteurs de bons, une sorte de soupape, susceptible, en cas de besoin, de s'ouvrir très largement. Le marché des bons s'en ressentit aussitôt et les opérations jusque là pratiquées : négociations de banque à banque, escompte et pensions, se développèrent rapidement. Il en fut même imaginé de nouvelles, telles que la location des bons à une tierce personne, en vue de lui permettre de réaliser un emprunt. Les titres loués dans certaines conditions par l'emprunteur, étaient remis en gage au prêteur pendant la durée de l'opération.

Il est à remarquer qu'à partir de juin 1927, tandis que le marché des bons se développait, grâce aux diverses facilités offertes aux porteurs de ces titres, les transactions sur le papier de commerce diminuaient parallèlement.

Vers juillet 1931, les établissements de crédit et la Caisse des Dépôts détenaient environ les deux tiers du total des bons en circulation, soit 18 à 20 milliards. Sur ce chiffre considérable, 12 milliards restaient immobilisés en portefeuille et 6 à 7 milliards alimentaient les transactions. Ils ne cessaient de circuler, et donnaient lieu à une distribution équivalente de fonds liquides. La Caisse des Dépôts, par les pensions qu'elle accordait, détenait, à elle seule, environ 4 milliards de cette masse flottante. Aussi, craignant d'être débordée de demandes, elle éleva le taux des pensions de 1 3/4 à 2 %. Cette mesure eut pour effet de freiner immédiatement le

marché. La crainte de voir la Caisse des Dépôts restreindre les facilités de prêt qu'elle avait accordées jusqu'alors se traduisit par un ralentissement très net des transactions et une diminution importante des souscriptions.

A la fin de l'année 1931, le flottant en titres de cette nature avait diminué d'environ un tiers et était réduit à 4 milliards, dont un milliard de bons bancables et 3 milliards de bons en pension.

A partir de mars 1932, le marché des bons de la Défense Nationale reprit son activité, mais le volume des transactions avait diminué. D'après les renseignements obtenus, à cette époque, le montant des actifs bancaires était réduit à 10 milliards environ dont 7 milliards étaient nourris en portefeuille et 3 servaient d'instrument de trésorerie.

A l'heure actuelle, le marché des bons de la Défense Nationale fonctionne dans des conditions satisfaisantes, et avec même une certaine souplesse, grâce à l'attitude de fait de la Caisse des Dépôts à laquelle il reste presque entièrement assujéti.

La stagnation des affaires commerciales et industrielles se prolongeant, a rendu de plus en plus rare le papier de commerce, aussi le rôle de la Banque de France s'est-il trouvé réduit, parallèlement. Son portefeuille d'escompte se chiffrait, il y a quelques mois, à 3 milliards environ, et provenait presque uniquement des opérations traitées directement avec sa clientèle.

D'ailleurs, un marché ne peut guère se développer qu'aux dépens du voisin et c'est aussi sans doute à l'extension du marché des bons qu'est imputable en partie l'insuccès relatif à des efforts tentés par les grandes

banques de la place avec l'appui de la Banque de France, pour constituer à Paris un important centre international d'acceptations.

L'importance du Marché des bons de la Défense Nationale a conféré à l'Etablissement qui préside à ses destinées, une puissance qui se manifeste directement dans les conditions du Marché monétaire.

La Caisse des Dépôts exerce, en effet, son action par des moyens analogues à ceux employés par l'Institut d'Emission et les taux appliqués par ces deux Etablissements à leurs prestations à court terme, engendrent des répercussions du même ordre.

Le taux d'escompte ne joue plus maintenant qu'un rôle secondaire, son influence n'est plus déterminante, car il se borne le plus souvent à constater l'état du marché au lieu de diriger ses mouvements.

On peut dire qu'il existe actuellement deux systèmes distincts pour la distribution du crédit : l'un qui consiste dans le réescompte du papier commercial et appartient à l'Institut d'Emission, l'autre qui consiste dans le prêt sur effets publics et qui appartient à la Caisse des Dépôts.

En effet, la Banque de France ne saurait faire prévaloir sa politique monétaire que dans la mesure où les transactions de la place sont concentrées dans ses mains.

Cette dualité d'influence a scindé la direction du Marché monétaire et la Banque d'Emission s'est trouvée, en fait, dépossédée de ses moyens de contrôle. Un véritable conflit d'attribution s'est révélé à certains moments, ainsi au mois de juillet 1931, lorsque les défaillances survenus en Europe Centrale, ajoutées aux préoccupations que donnaient déjà les symptômes de

faiblesse de la livre, les banques s'inquiétèrent et cherchèrent à se constituer des liquidités. La Caisse des Dépôts dut alors fournir à la place, sous forme de pensions, des capitaux supérieurs à ceux qui étaient demandés à la Banque de France.

Le montant des pensions sur bons uniquement accordées à des banques, dépassa, pour la première fois, le chiffre de 4 milliards, tandis que, à la même époque, le portefeuille commercial total de l'Institut d'Emission, comprenant l'escompte fait directement et le réescompte des banques, ne s'élevait qu'à 5 milliards.

Comment s'expliquer la force d'attraction exercée par la Caisse et pourquoi les banques eurent-elles recours à elle si largement?

Les conditions offertes par elle, à cette époque, étaient nettement plus avantageuses que celles de la Banque de France, le taux des pensions était alors de $1\frac{1}{2}\%$ pour un mois et $1\frac{3}{4}\%$ pour 3 mois; il était à la fois inférieur au taux d'escompte de la Banque de France, qui était de 2% , et aussi au taux d'émission des Bons, qui était de $2\frac{1}{2}\%$.

L'intérêt du banquier dans le commerce des bons est représenté par l'écart qui subsiste entre le taux d'émission et le taux auquel il peut obtenir la pension. Cet écart représente la productivité des opérations sur bons, suivant qu'il se réduit ou qu'il s'élargit, le montant des souscriptions diminue ou augmente. Si donc la Banque de France peut déterminer, par les mouvements de son taux d'escompte, l'afflux et le reflux des capitaux destinés à s'employer en effets commerciaux, la Caisse des Dépôts par le taux des pensions, influe sur le volume

des fonds susceptible d'investir en bons de la Défense Nationale.

Le développement du marché des bons a, non seulement modifié sensiblement les attributions de l'Institut d'Emission, mais encore réduit leur efficacité dans la mesure où l'était le domaine du papier commercial.

Aujourd'hui, les banques, munies d'importants portefeuilles de bons et certaines de pouvoir les mobiliser aisément, se préoccupent moins du taux d'escompte pratiqué par l'Institut d'Emission que des conditions exigées par l'Etablissement de la rue de Lille.

Ainsi, le volume des pensions accordées par les organismes officiels semble donner de la situation du marché monétaire de la place une mesure peut-être plus exacte que le niveau du réescompte à la Banque de France, car pour beaucoup de banques, le principal élément d'actif monnayable est constitué par des bons de la Défense Nationale.

La situation de fait acquise par la Caisse des Dépôts grâce au marché des bons, a fait passer sous le contrôle d'un organisme d'Etat une partie importante des transactions de la place. Nous ne saurions contester les grands services rendus au marché grâce aux facilités de mobilisation accordées aux bons par la Caisse des Dépôts. Mais en constatant que le marché de ces titres s'est développé au détriment de la circulation en traites commerciales on peut se demander si, lorsque les conditions économiques seront redevenues normales, il ne serait pas préférable de rendre à l'Institut d'Emission ses attributions antérieures et de remplacer le marché des bons de la Défense Nationale par un marché d'effets de commerce et d'acceptations de banques.

Il est évidemment préférable que le crédit se développe par la mobilisation de créances commerciales provenant de transactions réelles et représentées par des effets dont la liquidation se confond avec la vente de produits, plutôt que d'être obtenu par la mobilisation systématique d'une partie de la dette flottante, sans correspondance nécessaire avec les échanges commerciaux réels et sous la forme de titres que la longueur d'échéance ne permet pas à la Banque de France d'escompter.

Cependant, la plupart des Etablissements de crédit et des banques semblent s'accommoder volontiers du régime actuel. Le bon de la Défense Nationale est considéré par eux comme un avoir liquide, en même temps qu'un placement avantageux et il est probable que leur opinion ne se modifiera pas tant que dureront les avantages attachés à ce titre.

Nous avons vu que le volume des souscriptions bancaires est commandé par la plus ou moins grande facilité de négociation des bons. Si cette facilité leur était retirée, même partiellement, par la Caisse des Dépôts, il n'est pas douteux que les banques apercevraient bientôt les nécessités de se procurer un autre élément mobilisable d'actif. Au lieu d'accorder au commerce et à l'industrie, pour leurs besoins de fonds à court terme, des découverts de caisse avec ou sans garantie, elles seraient amenées à transformer en effets commerciaux une partie de leurs ouvertures de crédit en exigeant de leur clientèle des remises de papier négociable.

L'amortissement de la dette flottante ne peut être poursuivi actuellement à cause de la crise et des moins-values budgétaires qu'elle occasionne et, d'autre part, il ne saurait être question de réduire les avantages

attachés aux bons, ni de s'attaquer au marché de ces titres.

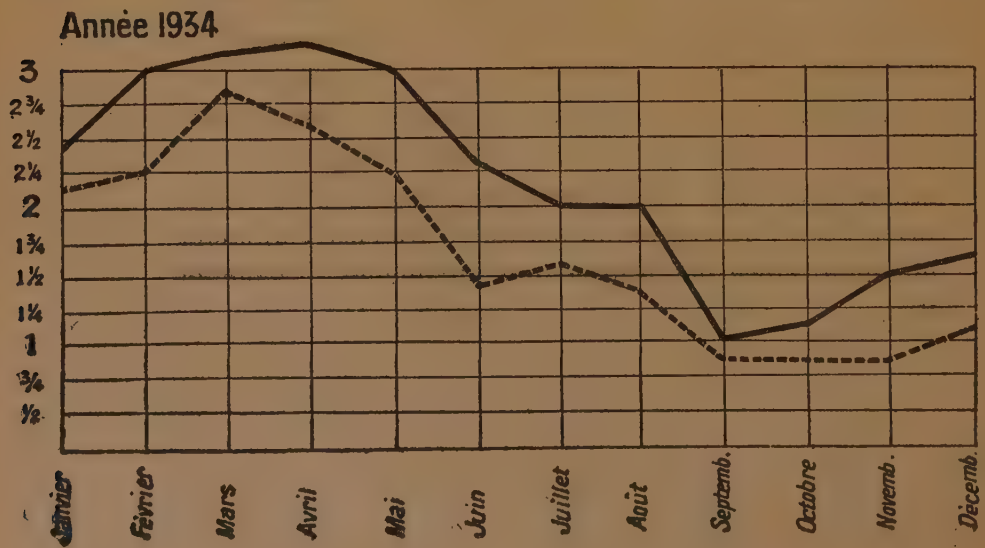
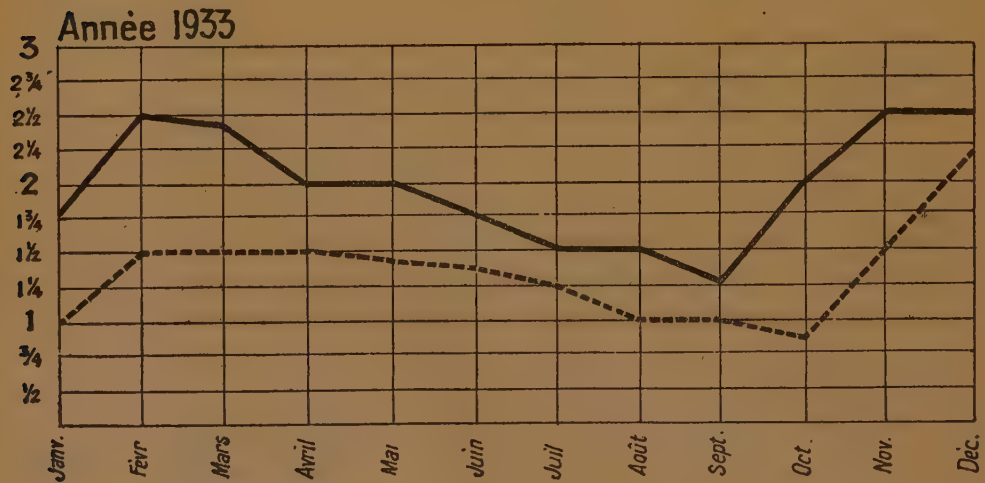
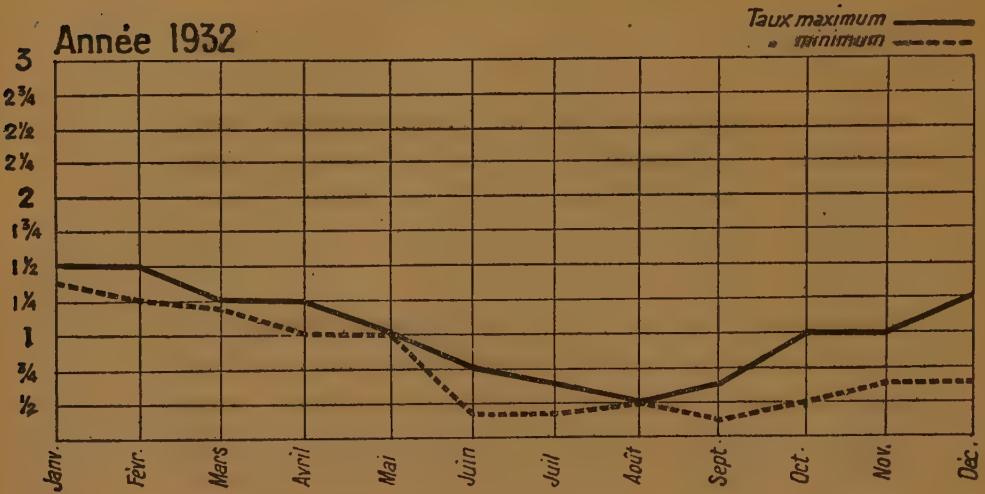
Mais il semble que le bon du Trésor pourrait, sans inconvénient, remplacer le bon de la Défense Nationale dans les transactions sur valeurs d'Etat à court terme, en rendant aux Etablissements de crédit les mêmes services.

Du point de vue des principes, le bon du Trésor est un effet plus apte, par son caractère, à jouer ce rôle monétaire que le bon de la Défense Nationale. Nous avons vu plus haut que le bon du Trésor pouvait être assimilé, dans une certaine mesure, à un effet commercial, son émission constituant une anticipation de recette à court terme; au contraire, l'émission du bon de la Défense Nationale n'a d'autre but que de permettre le remboursement d'un bon antérieurement émis et qui vient à échéance.

Enfin, les conditions d'émission des bons du Trésor sont plus mobiles et suivent de plus près les conditions pratiquées sur le Marché monétaire. Leur taux d'intérêt varie suivant leur durée et la variété des échéances permet d'obtenir des titres bancables peu de temps après leur émission ou même dès leur souscription.

Si le bon du Trésor reste ce qu'il doit être, c'est-à-dire le moyen de faciliter la trésorerie de l'Etat, mais non pas le moyen de suppléer au déficit budgétaire, la Banque de France pourrait retrouver en lui, comme dans le papier de commerce, un instrument de contact avec les banques, qui lui permettrait de reprendre en mains le contrôle du Marché monétaire dont elle a été privée, par l'utilisation du bon de la Défense Nationale et l'importance des transactions auxquelles il a donné lieu.

ESCOMPTE des Bons de la Défense à 3 mois



4. — LES NOUVELLES DISPOSITIONS PRISES PAR LE GOUVERNEMENT ET LA BANQUE DE FRANCE

Au début de 1935, le Gouvernement de M. Flandin avait résolu d'inaugurer une nouvelle politique de crédit en utilisant largement les capitaux flottants et en renonçant à émettre de nouveaux emprunts à long terme, dont les conditions sont actuellement trop onéreuses. L'exposé des motifs au projet de loi autorisant les émissions du Trésor s'explique clairement à ce sujet :

« Nous estimons que, pour couvrir les besoins immédiats de Trésorerie, il importe de ne pas procéder à l'émission d'emprunts à long terme, mais au contraire de recourir à l'émission de bons à court terme ou, éventuellement, à moyen terme. »

Nous savons que la loi du 31 janvier 1935 a donné gain de cause au Gouvernement en l'autorisant à émettre 5 milliards de bons du Trésor supplémentaires portant ainsi le maximum de ces titres à 15 milliards au lieu de 10.

La politique nouvelle devait permettre d'obtenir le resserrement de l'écart existant entre les taux d'emprunts de l'argent à court terme et de celui à long terme. S'il n'était plus fait appel au crédit à long terme, les capitaux deviendraient moins exigeants sur ce marché et seraient amenés à accepter des conditions moins onéreuses pour l'emprunteur. La hausse des valeurs à revenu fixe, obligations et rentes, actuellement en circulation, devrait en résulter et permettre d'envisager

bientôt de vastes opérations de conversion, consacrant définitivement la baisse des taux d'intérêt.

L'économie nationale tout entière ressentirait les bien-faisants effets de ce résultat qui favoriserait une meilleure circulation des capitaux et déclencherait la reprise des affaires attendue depuis si longtemps. Parallèlement, les charges de l'Etat au titre de la dette publique se trouveraient réduites et permettraient de diminuer le montant des impôts dont les taux excessifs pèsent sur le commerce et l'industrie.

« Toutefois, ajoute l'exposé des motifs cités ci-dessus, pour que cette politique puisse produire les effets favorables qui en sont attendus, certaines conditions techniques doivent être réalisées. Il est nécessaire que les détenteurs de bons à court terme, comme d'ailleurs les porteurs de valeurs à moyen terme aient, dans l'ensemble, la certitude de trouver sur le marché le moyen de mobiliser rapidement leur avoir, grâce à une organisation moderne d'escompte de papier et d'avances sur titres qui est indispensable à l'activité d'un grand marché financier et à laquelle doit collaborer chacun, dans le domaine qui lui est propre, non seulement la banque d'émission, mais encore toutes les banques et établissements de crédit. »

Nous avons dit que le rôle de l'Etat en matière financière, depuis la guerre, s'est considérablement développé. Il tient à rester en contact régulier avec le marché des capitaux, pour exprimer la solidarité qui doit exister entre le crédit public et l'ensemble des crédits privés.

Le Gouvernement ne cachait pas que l'organisation

du Marché monétaire français laissait à désirer et qu'elle devait être perfectionnée sur de nombreux points.

Prévoyant les objections qui pourraient lui être faites sur les nouvelles facilités envisagées par les détenteurs de bons du Trésor, le Gouvernement prenait soin d'indiquer qu'il n'était nullement question d'abandonner la politique d'ajustement des dépenses aux recettes publiques et de recourir à des émissions massives de bons du Trésor pour couvrir les insuffisances budgétaires. Autrement dit, les possibilités de négociations demandées pour ces titres ne devaient, en aucun façon, constituer une menace quelconque d'inflation par des voies détournées. En effet, ces bons devaient pouvoir être escomptés sans risques d'inflation par la Banque de France, puisqu'ils sont essentiellement des titres à court terme destinés à être remboursés à l'échéance et à ne pas demeurer dans le portefeuille de l'Institut d'Emission au delà des limites normalement assignées aux opérations commerciales d'escompte.

Les arguments invoqués par le Gouvernement ne manquaient pas d'intérêt et aucune objection de principe ne pouvait leur être opposée. Nous avons reconnu que le bon du Trésor, s'il n'est pas détourné de son objet, convient parfaitement au rôle qu'on voulait lui faire jouer. L'Angleterre n'a pas hésité d'ailleurs à l'utiliser largement en créant un vaste marché sur ses « Treasury Bills ».

« Il est tout à fait correct, dit M. Jèze, dans le *Journal des Finances* (1^{er} mars 1935), que la Banque de France qui crée de la monnaie pour les besoins réels du crédit, à la condition stricte d'un remboursement à très bref délai, fasse la même opération au profit du Trésor aux

mêmes conditions : déficit de caisse momentané, remboursements rapide avec les produits de l'impôt. »

« Les facultés de réescompte, explique M. Gerville-Reache, dans *l'Information* (22 janvier 1935), constitueront, avant tout, la soupape de sécurité du marché, soupape qui a déjà merveilleusement fonctionné pour d'autres valeurs à court terme et qui trouve ainsi sa pleine justification économique. »

Malgré les nombreux partisans de la politique gouvernementale, la Banque de France ne semble pas s'être rangée à leur opinion. Le Gouvernement a bien reçu du Parlement l'autorisation d'émettre 5 milliards de bons nouveaux, mais l'Institut d'Emission n'a pas admis, jusqu'alors, l'escompte inconditionnel de ces bons.

En fait, la Banque de France n'a jamais refusé d'escompter les bons du Trésor qui lui ont été présentés par des particuliers, mais elle veut rester libre d'apprécier elle-même les proportions dans lesquelles elle peut se livrer à cette opération. Son attitude tient surtout à une question de principe. L'Institut d'Emission paraît craindre, malgré les affirmations du Gouvernement, que l'engagement pris par lui d'accepter à l'escompte le papier de l'Etat : bons de la Défense Nationale et bons du Trésor, quel qu'en soit le montant, n'aboutisse, un jour ou l'autre, à un moyen commode pour le Trésor de se procurer de l'argent qui constituerait une véritable inflation.

Nous savons qu'actuellement les banques n'usent du réescompte ni pour leur papier commercial, ni pour les bons à court terme qu'elles détiennent en portefeuille. La Banque de France, en acceptant sans réserves l'escompte des bons du Trésor à un taux privilégié égal au

taux de placement de ceux-ci, soit $2\frac{3}{8}\%$, aurait permis aux banques de dépôts de souscrire plus largement aux émissions du Trésor, en abaissant sans risque leur marge de sécurité, c'est-à-dire le pourcentage de leurs liquidités par rapport à leurs dépôts.

Le Gouvernement, après avoir placé au mois de février deux milliards de bons sur les cinq milliards qu'il avait été autorisé à émettre et comprenant sans doute que l'attitude réservée de l'Institut d'Emission ne lui permettait pas d'en émettre davantage en l'état actuel des choses, a décidé de faire appel aux capitaux à moyen terme en lançant une nouvelle émission d'obligations 4% à 3, 6 ou 12 ans.

Nous avons vu, en étudiant les opérations de pension que la Banque de France, pour apporter son aide aux opérations du Trésor et faciliter la tâche du Gouvernement, avait organisé un régime spécial d'avances à court terme sur les effets publics dont l'échéance n'était pas supérieure à deux ans.

Cette opération, sans être une facilité aussi absolue que l'escompte, est tout de même de nature à apporter aux Banques une soupape très appréciable en cas de resserrement monétaire.

Le taux de ces avances spéciales ($2\frac{5}{8}\%$), bien que supérieur de $\frac{2}{8}\%$ au taux de rendement des bons du Trésor, n'est pas trop onéreux pour les emprunteurs, la différence d'intérêt représente une perte de 625 francs par million pour les bons à trois mois, soit un peu plus de 200 francs pour une avance d'un mois.

Cet écart diminue légèrement le revenu net de l'opération initiale qui demeure néanmoins très avantageuse.

Désormais, grâce à cette nouvelle forme de prêts, les

banques sont assurées de pouvoir satisfaire aux demandes de crédits à court terme qui leur seraient faites par leur clientèle, sans avoir à conserver, pour cela, une encaisse très importante.

D'ailleurs, bien que consenties pour une durée maxima de 30 jours, ces avances peuvent être répétées. La banque emprunteuse pourra, quelques jours avant l'échéance de la première opération, se faire consentir une nouvelle avance sur de nouveaux titres qui lui permettra de rembourser son premier emprunt, si bien que l'avance initiale se trouvera continuée et pour ainsi dire renouvelée par la deuxième opération.

TROISIÈME PARTIE

Comparaison du marché monétaire français avec le marché de Londres

Le Marché monétaire de Londres jouit d'une réputation universelle. L'importance des transactions auxquelles il donne lieu, son organisation technique, la souplesse et la régularité de son fonctionnement sont souvent citées en exemple comme un modèle de perfection.

Quelles sont donc les raisons de cette supériorité, et quelles sont les causes qui ont permis à la place de Londres d'acquérir cette situation prééminente?

Ces raisons de cette supériorité sont nombreuses et complexes. R.-J. Truptil, dans son récent ouvrage sur « le Système bancaire anglais et la Place de Londres » les classe en deux catégories :

1° Les causes permanentes;

2° Les causes accessoires.

Les premières, d'ordre général, tiennent à la situation de l'Angleterre, à la place qu'elle occupe dans le monde, à la puissance de ses banques et au caractère de son peuple.

Les secondes, d'ordre technique, résident dans l'originalité du système bancaire anglais et dans l'organisation même du marché, dans l'existence de valeurs-types d'une négociation parfaite et dans le développement et l'usage courant du crédit par acceptation.

Nous conserverons cette classification pour établir une comparaison entre le Marché monétaire français tel qu'il existe et le Marché de Londres, en nous efforçant de faire ressortir les différences profondes qui les séparent dans leur structure et leur fonctionnement.

CHAPITRE VI

CAUSES PERMANENTES DE SUPÉRIORITÉ DU MARCHÉ DE LONDRES LA SITUATION INTERNATIONALE DE LONDRES, MARCHÉ DU MONDE

L'importance de Londres, au point de vue du commerce international, a fait longtemps considérer cette place comme « le marché du monde ».

Le prestige de la livre sterling, seule monnaie stable et échangeable, avant-guerre, contre de l'or, sans limitation de quantités et sans formalités préalables, a beaucoup aidé au développement du marché des acceptations.

La France jouissait alors d'une monnaie parfaitement stable, mais l'Institut d'Emission pouvait rembourser ses billets soit en or, soit en argent. Comme la valeur vénale de l'argent se trouvait inférieure à sa valeur légale, une traite sur Paris ne représentait pas, à cette époque, une véritable valeur internationale.

La population de la Grande-Bretagne est sensiblement égale à celle de la France, mais sa fortune est nettement supérieure et le revenu moyen de chacun de ses sujets est près du double du revenu de chaque Français. Les évaluations faites en 1930 par le Service de Statistiques de la « Dresdner Bank » et de la « Bankers Trust Com-

pany », pour établir la moyenne des revenus des différents pay. par tête d'habitant, arrivent aux résultats suivants :

Dresdner Bank :

392 dollars par habitant en Grande-Bretagne;

250 dollars par habitant en France.

Bankers Trust Cy :

409 dollars par habitant en Grande-Bretagne;

201 dollars par habitant en France.

Si l'on compare également la masse des capitaux dont disposent les banques, on constate une supériorité manifeste en faveur des banques anglaises. C'est qu'en Angleterre, la concentration bancaire est beaucoup plus poussée qu'en France; la politique suivie par les banques a largement contribué au développement des pratiques bancaires dans tous les milieux de la Société. Chaque personne possède son compte en banque et fait usage couramment de son carnet de chèques pour effectuer ses opérations. Le chèque, accepté partout, est le véritable instrument de paiement.

La Banque d'Angleterre, qui joue auprès des banques de Dépôts le rôle de Banque Centrale de Réserve, ne les concurrence pas auprès de la clientèle comme le fait, en France, dans une certaine mesure, la Banque de France, qui cumule les fonctions de banque de dépôts avec celles de banque régulatrice du Marché monétaire.

Cinq grands Etablissements, appelés « Big Five » — résultat du mouvement de concentration qui s'est produit pendant ces dernières années — centralisent les 4/5^{es} des dépôts existant dans les banques anglaises. Ce sont, par ordre d'importance :

- La Midland Bank Limited;
- La Lloyds Bank Limited;
- La Barclays Bank Limited;
- La National Provincial Foreign Bank Limited;
- La Westminster Bank Limited.

La puissance de ces « Big Five » est considérable; elles réunissent, par leur capital et leurs fonds de réserve, 117 millions de livres sterling. Elles drainent, à elles seules, par leurs 7.000 succursales réparties sur tout le territoire de la Grande-Bretagne, deux milliards de livres environ de dépôts, soit près de 150 milliards de francs, sur un total de deux milliards cinq cents millions de livres en compte dans l'ensemble des banques.

Le montant de leurs dépôts représente actuellement cinq fois le montant de nos quatre grands Etablissements de crédit qui, réunis, ne totalisent pas une puissance égale à celle d'une seule des « Big Five » telle que la Midland Bank, la Lloyds Bank ou la Barclays.

Cependant, si les dépôts bancaires sont beaucoup plus importants en Angleterre que chez nous, il ne faut pas en conclure qu'il est impossible d'avoir, en France, un vaste marché monétaire, comparable à celui de Londres, car le volume des dépôts n'est pas le seul élément à considérer. Il faut aussi tenir compte de la structure du système de crédit qui est toute différente dans les deux pays.

En France, la circulation monétaire est très développée, car 60 % seulement des paiements s'effectuent par chèque et le volume de monnaie disponible dépend principalement de la quantité de billets de banque existant. Cette circulation monétaire dépasse 82 milliards,

soit plus de deux fois le montant des dépôts des quatre grands Etablissements de crédit. Malgré la crise monétaire récente qui a fait sortir une dizaine de milliards d'or, elle est solidement gagée par une encaisse de 72 milliards environ, représentant un pourcentage de couverture de plus de 75 % par rapport aux engagements à vue.

En Angleterre, au contraire, 90 % des paiements se faisant par chèques, la circulation fiduciaire est faible, 385 millions de livres seulement, soit moins de 30 milliards de francs, et la circulation utile est beaucoup moins élevée encore. Le volume des disponibilités monétaires ne dépend plus seulement du nombre des billets émis, mais aussi, et surtout, du crédit, c'est-à-dire du pouvoir qu'ont les particuliers de tirer des chèques, et qui leur est conféré par les banques.

Le système français, bien que différent de celui de Londres, présente donc, grâce aux ressources de l'Institut d'Emission, des possibilités certaines d'expansion, car les disponibilités éventuelles du marché dépendent en dernière analyse de la proportion de la réserve d'or à la somme des engagements à vue : billets en circulation et dépôts.

Toutefois, le crédit ne naît point spontanément, il faut qu'une demande vienne le solliciter. La demande de crédit à court terme est particulièrement abondante à Londres, de nombreuses possibilités d'utilisation, qui manquent chez nous, l'entretiennent constamment. Elle résulte, pour une large part, de ce que Londres est le centre financier d'un immense Empire en même temps qu'un des plus grands ports du monde.

L'importance des marchés de toutes sortes de pro-

duits qui se tiennent à Londres expliquent la suprématie de cette place. Pour tous les métaux précieux : l'or, l'argent, le platine, comme pour la production diamantifère, Londres est le premier marché du monde; de même pour le fer, le cuivre, l'étain, le zinc et le plomb.

Métropole de l'Empire, Londres tient également le premier rang comme entrepôt et marché de nombreux produits exotiques tels que le caoutchouc, l'ivoire, le thé, le jute, les épices, ainsi que pour la laine et les peaux de moutons.

Les grandes Compagnies anglaises d'assurances, surtout en matière maritime pour les navires comme pour leurs cargaisons, sont réputées les premières du monde.

A toutes ces considérations favorables pour le marché de Londres, il faut encore ajouter la différence de « climat psychologique » entre la France et l'Angleterre.

Le calme des déposants est une force de l'organisation bancaire de l'Angleterre qui permet de réduire au strict minimum la fraction liquide et improductive de l'actif des banques de dépôt.

Le tempérament britannique est, sans doute, différent du nôtre, mais la confiance de nos voisins dans le crédit de l'Etat et dans la solidité de leurs institutions facilite grandement la tâche des banquiers qui peuvent travailler sans craindre les crises de nervosité de leur clientèle et sans avoir à redouter le « ruïn » des déposants sur leurs caisses.

En 1931, lorsque la livre se mit à baisser, les étrangers retirèrent des banques de la Cité leurs soldes créditeurs, mais les déposants anglais ne bronchèrent pas

et leur attitude permit aux banques de traverser sans trouble les moments les plus difficiles.

Ainsi la place de Londres réunit, par sa situation mondiale, par l'abondance de ses ressources, par l'évolution des habitudes bancaires et le tempérament du peuple anglais, un ensemble d'éléments favorables qui ont un caractère permanent et présentent, par rapport à la place de Paris, des avantages sérieux pour l'existence d'un large marché de crédit.

CHAPITRE VII

LES CAUSES ACCESSOIRES DE SUPÉRIORITÉ DU MARCHÉ

DE LONDRES

L'ORGANISATION BANCAIRE DE L'ANGLETERRE

Il est indispensable, pour étudier le marché monétaire d'un pays, quel qu'il soit, de connaître préalablement la structure et le fonctionnement de son système bancaire.

La supériorité de l'organisation du marché de Londres, et la souplesse de son fonctionnement, dépendent en grande partie du système bancaire anglais qui est essentiellement différent du système français.

Toute l'organisation bancaire de l'Angleterre est caractérisée par une large concentration qui s'est développée surtout depuis le début du ^{xx}e siècle et a abouti à une grande spécialisation des différentes maisons de banque.

Le mouvement de concentration bancaire a fait disparaître, par voie de fusion ou d'absorption, la plupart des banques privées, et a donné naissance à de puissantes banques de dépôt dont les cinq premières, les « Big Five », réunissent à elles seules la plupart des capitaux disponibles en Angleterre.

Une grande partie des ressources des « Big Five » est

confiée aux « Discount Houses », banques spécialisées dans la pratique de l'escompte et du financement des acceptations de banques. Ces maisons d'escompte sont essentiellement des intermédiaires entre la Banque Centrale et les Etablissements de crédit, qui, par principe, ne négocient jamais leurs effets directement auprès de la Banque d'Angleterre.

A côté des « Discount Houses », nous trouvons d'autres banques spécialisées également dans la pratique d'opérations très prospères en Angleterre, les « Acceptance Houses » dont la fonction essentielle est d'accorder des crédits d'acceptation.

D'autre part, il existe, en Angleterre, des marchandises type sur la valeur desquelles tout le monde est d'accord, et qui sont d'une négociabilité parfaite, à des taux uniformes et par quantités pratiquement illimitées. Ce sont les bons du Trésor anglais, « Treasury Bills », et les acceptations de banques « Bank Bills », sur lesquels est basée toute l'activité du marché.

L'évolution qui s'est produite durant ces dernières années est arrivée actuellement à un degré de perfectionnement très avancé auprès duquel nous avons encore beaucoup de progrès à réaliser. Certaines opérations, qui se traitent, également à Londres et à Paris, avec des instruments analogues, sont beaucoup plus courantes chez nos voisins et s'effectuent avec plus d'aisance, grâce à une plus grande spécialisation et à une meilleure utilisation des différents éléments du marché :

- Maisons d'acceptation;
- Maisons d'escompte;
- Banques de dépôts;
- Institut d'émission,

tels sont les principaux rouages de l'organisation bancaire de la Grande-Bretagne. Nous allons reprendre chacun de ces rouages en examinant le rôle qu'il est appelé à jouer sur le Marché monétaire proprement dit et en les comparant, autant que possible, avec les organismes qui leur correspondent sur le marché français.

1. — LES BANQUES DE DÉPÔTS

Nous avons déjà dit l'importance des ressources dont disposent les « Big Five » qui centralisent la plus grande partie des dépôts bancaires. En dehors d'elles, il convient de mentionner cinq autres établissements qui, pour avoir des ressources moins considérables, n'en jouent pas moins un rôle de premier plan. Ce sont :

- La Martins Bank Ltd;
- La Williams Deacon's Bank Ltd;
- La National Bank Ltd;
- Glyn Mills et C^o;

Coutts et C^o.

Ces banques ont formé entre elles, avec les Big Five, une Chambre de Compensation, le « Clearing House »; c'est pourquoi on les désigne parfois sous le nom de « Clearing Banks ». Elles se réunissent tous les jours pour opérer par compensation le règlement de leurs dettes et de leurs créances réciproques.

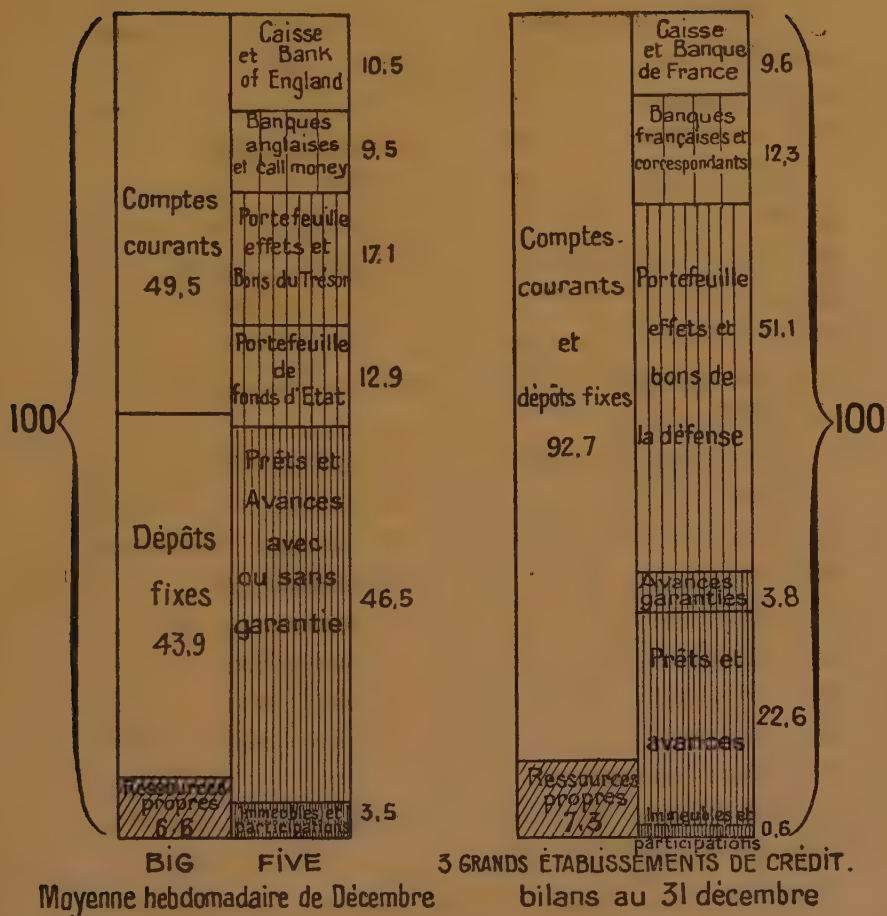
Toutes les autres banques de la place (banques d'acceptation, banques d'escompte et banques étrangères), n'étant pas membres du « Clearing House », doivent passer par leur entremise et se faire ouvrir un compte

dans une des Clearing Banks pour pouvoir bénéficier des avantages de la compensation.

La compensation a lieu deux fois par jour : la première le matin, à onze heures, et la deuxième à quinze heures et demie l'après-midi.

D'une façon générale, les banques de dépôts anglaises se livrent aux mêmes opérations que les banques de dépôts françaises; elles paient à leurs déposants un intérêt variable suivant la durée du dépôt et utilisent les fonds ainsi déposés à des placements divers.

L'examen des derniers bilans publiés par les « Big Five » nous indique la proportion de ces différents emplois. Nous avons emprunté les tableaux et les chiffres suivants à l'étude de M. R.-J. Truptil sur le « Système bancaire anglais et la place de Londres » :



— 10 % seulement du montant de leurs dépôts sont conservés liquides à leur compte ouvert à la Banque d'Angleterre et constituent leur première ligne de défense en cas de besoin;

— 10 % sont employés en prêts au jour le jour, soit en « call money », soit dans des maisons d'escompte, soit en « short notice money », pour une durée de sept jours maximum, ou placés en ct^e dans d'autres banques de la place ou même à l'étranger;

— 17 % environ sont investis sous forme d'avances aux bill brokers et aux maisons d'escompte qui remettent, en garantie de leurs opérations, des effets « bank bills » ou des bons du Trésor « Treasury bills » ;

— 13 % constituent le portefeuille des valeurs du Trésor et des fonds d'Etat. Ces valeurs du Trésor, qui sont, pour la plupart, des bons à échéance de quelques années, et les fonds d'Etat eux-mêmes, bénéficient d'un marché très large sur lequel, grâce à l'intervention de la Banque Centrale, il est toujours facile de réaliser des disponibilités ;

— Le restant de leurs ressources, soit environ 50 %, est employé en prêts ou avances avec ou sans garantie, accordés à la clientèle. Cette partie de l'actif constitue des immobilisations plus ou moins temporaires.

Les avances ou les prêts ainsi consentis permettent aux clients qui en sont les bénéficiaires de tirer des chèques pour régler la plus grande partie de leurs transactions et de supprimer, par ce fait même, la circulation monétaire proprement dite. Nous avons dit que 90 %, en effet, de la totalité des paiements, sont effectués par chèques ou par virements de compte à compte.

En comparant avec le bilan des trois premiers Etablissements de crédit français les pourcentages ci-dessus, on constate que la plus importante différence réside dans la part d'actif attribuée aux comptes débiteurs sous forme de prêts et avances. 26,4 % seulement y sont consacrés par les Etablissements de crédit français (encore faut-il considérer que 3,8 % représentent des avances garanties ou des reports), tandis que les banques anglaises y consacrent 50 % de leurs ressources.

Si l'on totalise l'ensemble de l'actif liquide, caisse,

banques et portefeuille, on arrive au chiffre de 73 % pour les Etablissements de crédit français et 50 % seulement pour les « Big Five ».

Les fonds liquides, soit à la Banque de France, soit dans d'autres banques françaises ou étrangères, représentent 22 % des ressources des établissements de crédit, 51 % sont investis sous forme de portefeuille en effets de commerce et bons de la Défense Nationale.

On peut donc conclure que les banques de dépôts françaises sont plus liquides que les banques anglaises. Il faut remarquer toutefois que les Etablissements de crédit français font figurer sous la même rubrique les effets dont la plupart sont à échéance de trois mois et les bons de la Défense Nationale qui peuvent être à deux ans.

Il faut également considérer que les effets et les Treasury Bills détenus par les « Big Five » font l'objet d'un marché très large et sont très facilement négociables. Grâce à l'existence des Discount Houses, les « Big Five » peuvent donc employer un pourcentage plus élevé de leurs dépôts au lieu de se croire obligés, comme les Etablissements français, de conserver liquides en caisse ou à la Banque d'Emission, la totalité des fonds destinés à constituer une première ligne de défense.

2. — LES MAISONS A ESCOMPTE DISCOUNT HOUSES

ET LES BILL BROKERS

La place de Londres comprend trois grandes maisons d'escompte :

- l'Alexander Discount Company Ltd;
- la National Discount Company Ltd;
- l'Union Discount Company Ltd.

dont les ressources propres, capitaux et réserves, s'élèvent à 7.500.000 livres sterling et une quinzaine de maisons de moindre importance, qui réunissent un ensemble de disponibilités à peu près égal.

Les capitaux propres des maisons d'escompte représentent donc 15 millions de livres environ.

Ces maisons disposent, d'autre part, sous forme de dépôts, de prêts au jour le jour ou à très court terme, de fonds très importants qui leur sont confiés par les banques de dépôts de la place et des banques étrangères. Elles paient à leurs déposants — banques étrangères ou public — un intérêt généralement supérieur à 1/4 % à celui des autres banques de la place, pour attirer les capitaux.

D'après les évaluations les plus récentes, les sommes mises ainsi à leur disposition seraient de l'ordre de 225 millions de livres sterling, 115 millions provenant des établissements de crédit anglais et écossais, 35 millions venant des banques étrangères et 75 millions des maisons d'acceptation et de divers.

En ajoutant à ce chiffre les 15 millions de livres de ressources propres des Discount Houses, on arrive à 240 millions de livres, soit, au cours actuel du change, à 18 milliards de francs environ.

Les Discount Houses, comme les Bill Brokers, sont essentiellement des intermédiaires; les maisons d'acceptation « acceptent » les effets, mais elles ne les monnaient pas. Cette opération est le propre de l'activité des Bill Brokers. Par eux s'établit la communication et

la liaison entre le « money market » et le « discount market ».

Les Discount Houses sont, à proprement parler, des courtiers au même titre que les « Bill Brokers » ; leur seule différence provient de l'importance de leurs ressources propres qui sont plus considérables et de l'abondance des crédits dont elles peuvent disposer. C'est pourquoi on les confond souvent sous la même appellation.

Contrairement aux courtiers parisiens, les courtiers, à Londres, ne se limitent pas à servir de simples intermédiaires, ce sont de véritables négociants qui achètent les effets pour leur propre compte et les revendent ensuite aux divers preneurs, après les avoir réunis par catégories, par échéances, suivant leur convenance et suivant certains usages.

Les Bill Brokers utilisent, pour leurs opérations, la totalité des fonds qui leur sont confiés et réduisent au minimum leurs fonds liquides. Ils n'hésitent pas à emprunter dans des proportions très supérieures à leurs ressources propres. Ces ressources ne représentent souvent que $\frac{1}{5}$ des fonds empruntés et, pour certaines maisons, cette proportion s'est abaissée parfois jusqu'à $\frac{1}{30}$, la marge de garantie étant ainsi réduite à presque rien : 1 ou 2 %.

Leur attitude, qui peut sembler un peu audacieuse, tient d'une part à la grande facilité de négociation des Bank Bills et des effets de leur portefeuille pour lesquels ils trouvent toujours preneurs et, d'autre part, à la possibilité qu'ils ont de recourir en dernier ressort à la Banque d'Angleterre pour demander le réescompte

au taux officiel, ou pour se faire consentir des avances de quelques jours à un taux légèrement supérieur.

Les Bill Brokers exercent ce recours lorsque, aux fins de trimestres ou par semestres, les banques de dépôts pour faire face aux demandes de retraits qui se produisent à ces moments-là augmentent leurs disponibilités en caisse en rappelant une partie de leurs prêts au jour le jour et en cessant d'acheter des « Bank Bills ».

Leur rôle d'intermédiaire est très important, car il assure toute la souplesse du Marché monétaire. Les Bill Brokers évitent aux banques de recourir directement à la Banque Centrale et agissent à la fois comme « régulateurs et comme amortisseurs du marché ».

Les principales sources de bénéfices des Bill Brokers consistent d'abord dans la différence entre le taux de leurs emprunts au jour le jour et des dépôts qui leur sont confiés et le taux de rendement moyen des effets qu'ils détiennent en portefeuille. Ils retirent également des profits intéressants du commerce proprement dit du papier acheté et revendu par leurs soins; ils peuvent, en effet, se procurer directement à la source les « Bank Bills » et les « Treasury Bills » et les revendre ensuite à des banques non spécialisées. Le taux auquel ils escomptent aux tireurs les « Bank Bills » et le taux auquel ils souscrivent à l'émission les « Treasury Bills » sont toujours plus élevés que ceux auxquels ils les négocient; ils gagnent généralement dans l'opération un écart variant de $1/16$ à $1/8$ %.

L'organisation de ces maisons d'escompte est unique; elle constitue le côté le plus original du système anglais. Leur activité s'exerce naturellement sous la surveillance de la Banque Centrale puisque c'est elle qui en détient

finalemeut le contrôle par la soupape de sûreté du rées-compte.

Les Bill Brokers sont universellement connus, ils centralisent les effets tirés sur Londres de toutes les parties du monde. Ils assurent aux banquiers le remploi immédiat de leurs disponibilités et des sommes qu'ils doivent conserver liquides à vue, car pratiquement les fonds qui leur sont prêtés sont aussi liquides que ceux déposés à la Banque Centrale tout en rapportant un intérêt relativement élevé.

Leur utilité est telle que les banquiers préfèrent recourir à leur intermédiaire plutôt que de travailler directement. Ils entretiennent avec leurs clients des rapports très étroits et sont parfaitement renseignés sur la situation de chacun d'eux et sur la réputation qu'ils se prêtent les uns les autres. Ils peuvent également évaluer à la fois les disponibilités de la place et la quantité de papier offert, ce qui leur permet d'établir une cotation uniforme et à peu près stable du crédit à court terme.

Les avantages de l'organisation des maisons d'es-compte anglaises ont fait souhaiter que de pareilles institutions soient créées sur notre place. Bien qu'on ne puisse transplanter à Paris le cadre que présentent l'organisation bancaire anglaise et la place de Londres, ni prétendre acclimater du jour au lendemain des habitudes acquises depuis de longues années, il semble que les grands Etablissements français pourraient aider à la création de pareils organismes en France en leur abandonnant par exemple une partie de leurs opérations et en leur laissant exercer seuls la faculté de rées-compte auprès de la Banque Centrale.

Il faut signaler, dans cet ordre d'idées, qu'une Société au capital de 12 millions, la Compagnie Parisienne de Réescompte, créée en 1928 par le Groupe Mallet, de Neuflize, Mirabaud et la Banque Nationale Française du Commerce extérieur, semble vouloir orienter son activité de façon à pouvoir jouer, sur notre Marché monétaire, le rôle d'une Discount House.

M. Destrem, principal Courtier du Trésor et de la Caisse des Dépôts, et spécialiste du marché de l'argent à court terme, vient d'être appelé à la Direction de cette Société. Bien que le capital soit maintenu au chiffre actuel de 12 millions, d'après des informations de source officielle, un crédit d'une centaine de millions serait mis à la disposition de la banque pour faciliter le développement de ses opérations, soit par la Banque de France, soit par la Caisse des Dépôts et Consignations.

3. — LES MAISONS D'ACCEPTATION

En étudiant le droit par acceptation, nous avons vu comment certains riches commerçants utilisèrent le crédit exceptionnel qui s'attachait à leur signature, pour accepter les traites qui étaient tirées sur eux et, par la suite, d'autres effets tirés sur des tiers à l'occasion d'opérations commerciales auxquelles ils n'avaient pris aucune part.

Les Merchant Bankers furent, en effet, les premières à pratiquer le crédit par acceptation et à répandre dans le domaine international ce mode de crédit qui a été un des principaux facteurs de l'expansion financière et commerciale de la Grande-Bretagne. Pendant tout le

xix^e siècle, l'octroi des crédits d'acceptation est demeuré l'apanage des Merchant Bankers, si bien qu'on a fini par les désigner sous le nom de maisons d'acceptation : « Acceptance Houses ».

Utilisés surtout à l'origine pour financer les importations de l'Angleterre, les crédits par acceptation servirent bientôt à financer également les exportations, puis, sous l'influence du développement de la flotte commerciale britannique, dont le pavillon couvrait une grande partie des marchandises transportées dans tous les pays du monde, et grâce au prestige de la livre sterling, ils servirent aussi au financement d'opérations commerciales effectuées entre pays étrangers.

A côté des Merchant Bankers, de nouvelles maisons d'acceptation se créèrent rapidement et certaines banques coloniales ou étrangères, sans être strictement spécialisées dans ce genre d'opérations, se mirent à pratiquer le crédit par acceptation.

Dès le début du xx^e siècle, l'Angleterre avait acquis dans ce domaine une avance considérable sur les autres pays; sa suprématie financière sur le marché international se trouvait solidement établie et désormais incontestée.

Il est difficile de déterminer avec précision le montant des crédits d'acceptation ouverts à Londres. Certaines maisons d'acceptation sont des Sociétés privées qui ne publient pas ou ne publient qu'incomplètement les résultats de leur activité. D'autre part, certaines banques étrangères installées à Londres ne sont que des succursales d'établissements dont le siège centralise toutes les opérations de ses agences dans un même bilan.

Au début de 1930, dernière année bancaire normale, on estimait (1), d'après les informations recueillies, que l'ensemble des crédits ouverts à Londres par les différents établissements de la place, s'élevait à 320 millions de livres sterling, ce qui représentait, à l'époque, 40 milliards de francs.

Les acceptations données par les 10 banques du Clearing House formaient à elles seules la moitié de ce chiffre, soit 160 millions de livres sterling. Le reste était représenté par les opérations des Acceptance Houses, les banques coloniales et les banques étrangères.

Il est bon de rappeler qu'au 31 décembre de la même année, le montant des acceptations données par les principales banques françaises était évalué à 2 milliards et demi environ.

D'où vient cette infériorité du marché de Paris? Si le crédit par acceptation a pu se développer dans d'aussi vastes proportions en Angleterre, c'est surtout grâce à la facilité de mobilisation des effets créés en vertu de cette opération. L'activité des Bill Brokers entretient l'existence d'un vaste marché hors banque où les effets sont négociés à un taux unique pour chaque catégorie, ce taux restant toujours inférieur au taux d'escompte de la Banque Centrale pour le papier de premier ordre. Pratiquement, tous les effets portant l'acceptation d'une grande banque ou d'une acceptance house sont mis sur le marché.

En France, au contraire, le marché est seulement alimenté par le papier des banques d'affaires, de la haute banque et de la Banque Française d'acceptation. Les

(1) J. PERROT : *Le Marché monétaire de Londres* (p. 35).

Etablissements de crédit, dont les acceptations représentent à peu près la moitié du volume total, ne laissent pas circuler les effets revêtus de leur signature.

Le faible volume d'acceptations circulant est insuffisant pour établir un large marché susceptible d'attirer à Paris les capitaux en quête de placement à court terme. D'autre part, de même que la plupart des opérations d'escompte se font, chez nous, par escompte direct, c'est-à-dire entre clients et banquiers, de même, en matière d'acceptation, les grands Etablissements de crédit sont seuls susceptibles de « monnayer » les crédits d'acceptation qu'ils ont accordés puisqu'il n'y a pas de maisons d'escompte spécialisées, ni d'intermédiaires participant aux risques de l'opération.

Il existe cependant, à Paris, les deux catégories d'opérateurs nécessaires au développement des acceptations : les accepteurs d'une part et les escompteurs d'autre part.

Les premiers sont représentés non seulement par les grands Etablissements de crédit, mais aussi par les banquiers privés et les banques d'affaires qui sont installés sur les différentes places étrangères et y possèdent des correspondants. Certains, même, ont acquis, par leur spécialisations, dans le commerce des céréales par exemple, une situation éminente et possèdent des succursales ou filiales dans tous les pays producteurs. Il semble que ces banquiers réunissent toutes les conditions requises pour pouvoir donner aux tirages qui leur sont proposés l'estampille de leur signature dans une large mesure et pour des montants importants.

Les escompteurs, en France, sont surtout les Etablissements de crédit et leur attitude a toujours été très

réservée en matière d'acceptation. Ils estiment que l'acceptation, dans notre pays, n'est pas encore sortie du domaine du crédit personnel et que le seul répondant d'un effet accepté est l'accepteur. Ils limitent donc leurs risques à une prudente estimation de la fortune des banquiers accepteurs.

Le manque d'intermédiaires « ducroire » comme il en existe en Angleterre, accentue encore l'attitude de réserve des escompteurs français.

4. — L'INSTITUT D'EMISSION

La Banque d'Angleterre est, comme la Banque de France, une institution privée. Elle est administrée par un Conseil de 24 membres nommés par l'Assemblée des actionnaires et choisis en majorité parmi les associés des Maisons d'acceptation. Un Gouverneur, assisté d'un Gouverneur adjoint, préside à sa direction.

Alors que, chez nous, le Gouverneur et les deux Sous-Gouverneurs de la Banque de France sont nommés par décret du Président de la République et, le plus souvent, choisis parmi de hauts fonctionnaires de l'Etat, en Angleterre, Gouverneur et Gouverneur adjoint sont désignés l'un et l'autre par le Conseil et choisis parmi ses membres.

D'autre part, la Banque d'Angleterre n'a que 10 succursales, tandis que notre Institut d'Emission, qui fournit dans toutes les localités importantes les billets nécessaires aux transactions, en possède plus de 250. En Angleterre, le transfert des fonds est beaucoup moins important en raison de la généralité du paiement par

chèque et les banques de dépôt se substituent à la Banque d'Emission lorsque c'est nécessaire.

Depuis 1921, la Banque d'Angleterre possède le monopole d'émission pour l'Angleterre et le Pays de Galles. En Ecosse et en Irlande quelques banques de dépôts ont encore le droit d'émettre des billets, mais seulement pour un chiffre déterminé.

Le montant de la circulation fiduciaire autorisé pour l'ensemble de ces banques s'élève à 4.310.000 livres sterling, ce qui est pratiquement négligeable. Au delà de ce chiffre, la banque émettrice doit couvrir le montant de sa circulation en billets par un dépôt d'égale importance de monnaie légale effectué à la Banque d'Angleterre ou à un bureau spécialement désigné.

Le système de la réglementation de l'émission a été établi par l'acte de 1844 dû à Robert Peel. D'après cet acte, la circulation fiduciaire était réglée uniquement par le montant de l'encaisse métallique et tout billet créé au delà de l'émission autorisée devait être intégralement couvert par de l'or. La Banque d'Angleterre était divisée en deux compartiments absolument distincts, le département de l'émission « Issue Department » et le département de banque « Banking Department ».

14 millions de livres sterling de « securities », comprenant des créances de la banque sur l'Etat ou « Government Debt », des valeurs émises par l'Etat ou d'autres personnes morales, étaient transférées au Département de l'Emission qui devait remettre en échange un montant égal de billets au Département de Banque. Au delà de ce chiffre, l'émission devait être couverte par

un dépôt de lingots ou d'espèces effectué par le Banking Department.

L'acte de 1844 donnait en outre à la Banque d'Angleterre, au cas où une banque provinciale cesserait d'émettre des billets, le droit d'augmenter les « securities » détenues par son département d'émission d'un montant égal aux deux tiers de l'émission supprimée et d'émettre une somme correspondante de billets. De ce fait, le montant de la circulation fiduciaire augmenta progressivement et atteignit, à partir de 1921, 19.750.000 livres.

Ce système était néanmoins trop rigide, il dut d'ailleurs être suspendu à plusieurs reprises.

La loi du 4 août 1914 avait autorisé la Banque d'Angleterre à émettre des billets au delà de la couverture métallique, mais elle n'eut pas à user de cette faculté, car le Trésor prit l'initiative de mettre en circulation des billets d'une livre et de dix shillings, appelés « Currency Notes », gagés en grande partie par des fonds d'Etat, ce qui en faisait en réalité une circulation presque entièrement fiduciaire. Ces « currency notes » survécurent à la guerre et ne furent supprimés qu'en 1928.

Au mois de novembre 1928, un nouvel act intervint, qui réalisa la fusion des deux circulations existantes : celle des « currency notes » et celle des billets de la Banque d'Angleterre. La limite de la circulation fiduciaire de l'Institut d'Emission fut alors augmentée du montant des currency notes circulant et portée de 19.750.000 livres à 260 millions de livres.

L'act de 1928 apportait encore un autre correctif à l'inélasticité du système, en décidant que le montant des billets non gagés pourrait être augmenté temporaire-

ment sur la seule autorisation du Trésor, si le besoin s'en faisait sentir.

Contrairement à ce qui a lieu en France, les billets de la Banque d'Angleterre émis au delà de l'encaisse-or ne sont pas couverts par des effets commerciaux, mais presque uniquement par des créanciers sur l'Etat, et l'Institut d'Emission, tout en ayant le contrôle de la circulation monétaire du pays, ne peut en faire varier le volume que selon les mouvements de son encaisse.

Par le Banking Department, la Banque d'Angleterre joue le rôle de banque de réserve des banques de dépôts. Elle centralise en effet les dépôts en comptes-courants des Clearing Bankers et de la plupart des grandes banques. Aussi l'observation des mouvements du poste « Bankers Deposits » est-elle particulièrement intéressante. Les banques de dépôts ont pour habitude de maintenir un rapport à peu près stable, d'une part entre leurs disponibilités en caisse ou en compte à la Banque Centrale et le reste de leur actif, et d'autre part entre ces disponibilités à vue et le montant des dépôts de leur clientèle. Grâce à ces données, la Banque d'Angleterre peut exercer un véritable contrôle sur le volume total des dépôts bancaires.

Sur le Marché monétaire proprement dit, la Banque d'Angleterre a, à sa disposition, deux moyens d'influence : la politique du taux d'escompte et l'intervention directe sur le marché par des achats ou ventes de valeurs.

Le taux officiel d'escompte ou « Bank Rate » est le taux officiel minimum auquel la Banque réescompte les effets qui lui sont présentés. Si la quantité de papier qui lui est offerte pour cette opération lui paraît trop

considérable, la Banque d'Angleterre peut alors appliquer un taux supérieur au Bank rate.

D'ailleurs, elle n'hésite pas à faire varier fréquemment le taux officiel qui conditionne toute l'échelle des taux pratiqués par les autres banques pour leurs diverses opérations, lorsqu'elle veut donner une orientation nouvelle au marché.

Le taux des avances bancaires est établi d'après le bank rate augmenté d'un certain pourcentage avec un minimum déterminé. De même le taux des intérêts payés par les banques à leurs déposants est, en principe, de 1 1/2 % supérieur au taux officiel. Les avances consenties par les « Big Five » et les autres banques du clearing aux Bill Brokers sont également réglées sur le Bank Rate et leur taux s'établit habituellement à 1 % en-dessous.

Alors qu'en France, sauf pour une faible quantité de papier de commerce de premier ordre, le taux officiel de la Banque de France représente le taux minimum en vigueur pour la généralité des affaires, en Angleterre, au contraire, le taux officiel est le taux maximum du Marché monétaire. Le taux d'escompte hors banque doit, en effet, se maintenir à 1 % au moins au-dessous du taux de la Banque Centrale pour que les Bill Brokers puissent utiliser avec profit les fonds empruntés par eux.

La Banque d'Angleterre intervient également sur le marché en vendant ou en achetant des titres ou des effets, treasury bills ou bank bills, suivant qu'elle veut restreindre ou augmenter l'abondance monétaire. Ces opérations constituent la politique de « l'open market policy ».

Lorsque la banque vend, le montant des effets vendus se traduit par une diminution du poste « Bankers Deposits » ; si, au contraire, elle achète, les disponibilités qu'elle distribue ainsi au marché se retrouvent dans une augmentation de ce même poste.

Ainsi, la Banque agit directement sur la base du crédit en faisant varier, par ses opérations, le volume total des dépôts qui, en définitive, déterminent l'ensemble des crédits bancaires.

Elle peut augmenter ou réduire le volume des « Bank Bills » suivant qu'elle vend ou qu'elle achète et, par là même, contrôler le marché de l'escompte. Elle peut également effectuer ces mêmes opérations à l'aide de Treasury Bills et fournir au marché monétaire la quantité exacte de capitaux qui lui est nécessaire pour maintenir son équilibre et assurer la souplesse de son fonctionnement.

La politique d'« open market policy » n'existe pas en France ; cependant, la question de son opportunité a été soulevée plusieurs fois.

La loi monétaire de juin 1928 avait donné à la Banque de France l'autorisation d'acheter ou de vendre sur le marché libre 5 milliards et demi de bons de la Caisse autonome qui venaient de lui être remis. Ces bons représentaient le solde non amorti d'une dette contractée par l'Etat auprès de la banque pour faire des avances à l'ancien Gouvernement russe.

La nouvelle disposition légale permettait donc à notre Institut d'Emission d'influencer le volume du crédit monétaire sans faire jouer le taux d'escompte, en effectuant les opérations d'open market suivant la méthode anglaise.

Bien que les bons de la Caisse autonome remis à la banque ne fussent pas productifs d'intérêts, la Banque de France avait pensé, à la fin de janvier 1930, à en assurer elle-même le service pour en négocier une certaine quantité sur le marché, afin de réduire l'aisance monétaire excessive à ce moment-là, du fait des amortissements de bons et de rente effectués par la Caisse autonome. Mais le fisc n'ayant pas cru devoir exonérer d'impôt les transactions relatives à ces titres, il ne fut pas donné suite au projet envisagé.

La question de l'intervention sur le marché libre fut de nouveau remise à l'étude, mais en sens inverse, en 1931, lorsque le Trésor et la Caisse autonome opérèrent des « ponctions » sur le marché qui réduisirent considérablement ses disponibilités, mais la loi n'autorisant la banque qu'à racheter les titres antérieurement vendus par elle et l'émission n'ayant jamais eu lieu, il n'existait pour elle aucune possibilité dans ce domaine.

En résumé, nous pouvons conclure avec M. Perret (1) que « si le contrôle du marché de Londres par la Banque d'Angleterre n'est pas automatique comme l'est (théoriquement du moins) celui du marché de Paris par la Banque de France, il n'en est pas moins très étroit. La multiplicité des procédés par lesquels il peut être mis en œuvre, la souplesse et l'efficacité de leur action, font de l'Institut d'émission anglais le grand maître de la place ».

(1) J. PERROT : *Le Marché monétaire de Londres* (p. 29).

CHAPITRE VIII

LA CRISE MONÉTAIRE DE MAI-JUIN 1935

Au moment où nous pensions déjà pouvoir terminer cette étude, vers la fin du mois de mai, le Gouvernement de M. Flandin était mis en minorité; une violente bourrasque s'abattait sur le franc et une crise monétaire aiguë se déclenchait qui allait bouleverser en quelques jours toutes les conditions des Marchés monétaire et financier.

Des transferts importants de capitaux à l'étranger se produisirent alors, entraînant des sorties d'or considérables; en même temps, le portefeuille de la Banque de France se gonflait rapidement et la Caisse des Dépôts et Consignations subissait de nombreuses demandes de pensions sur bons de la Défense Nationale. Les taux de l'argent sur le Marché monétaire se tendirent brusquement par suite de la hausse du taux des reports sur les devises étrangères. Cette situation devait entraîner l'application de mesures exceptionnelles pour conjurer la crise et enrayer la spéculation qui s'attaquait à notre monnaie.

Il nous a paru intéressant de laisser passer la tourmente, afin de pouvoir considérer la crise dans son ensemble, et d'en mieux voir l'évolution. Nous allons

essayer, dans un rapide raccourci, d'en dégager les causes et d'en étudier les répercussions, en considérant particulièrement l'attitude du Marché monétaire en face des événements qui se sont déroulés.

1. — PRODROMES DE LA CRISE

Dès le début de 1935, la persistance des difficultés économiques et l'accentuation des moins-values budgétaires avaient occasionné une réelle gêne de la trésorerie de l'Etat et provoqué une nouvelle recrudescence de la thésaurisation. Celle-ci, cependant, se trouvait en partie compensée, sur notre Marché monétaire, par un apport de liquidités nouvelles, provenant du ralentissement de l'activité économique, qui augmentait le montant des capitaux sans emploi.

La dévaluation du franc belge, qui se produisit le 30 mars 1935, allait entraîner, sur notre place, de plus sérieuses répercussions. La spéculation qui avait pris position à la baisse de la devise belge, en vendant du belga contre franc français, allait, en dénouant ses opérations, provoquer de larges rapatriements de capitaux vers Bruxelles. Le fait, en lui-même, n'aurait dû avoir qu'une importance relative, mais la réussite de l'opération effectuée et les profits substantiels que les spéculateurs avaient retiré de la dévaluation belge, les encouragèrent à tenter successivement la même opération sur toutes les monnaies du bloc or : le franc suisse d'abord, le florin ensuite, et enfin le franc français.

Le mois d'avril cependant se passa sans grand émoi. Ce ne fut qu'au milieu du mois de mai que notre mon-

naie commença à subir de la part de l'étranger une sérieuse pression. La spéculation internationale allait prendre nettement position contre le franc en prônant ouvertement la dévaluation prochaine de notre monnaie.

La diminution constante des rentrées budgétaires et l'aggravation du déficit paraissaient justifier cette opinion.

D'autre part, les difficultés que semblait rencontrer le Ministère Flandin auprès du Parlement pour obtenir les pleins pouvoirs laissaient prévoir l'imminence d'une crise ministérielle.

Enfin, les banques anglaises encourageaient nettement la spéculation en manifestant leur désir de voir notre monnaie se rallier au bloc sterling et cela dans le but évident de provoquer une réduction des possibilités de crédit internationales des banques françaises.

De nombreux théoriciens vantaient d'ailleurs ouvertement les bienfaits de la dévaluation en se basant sur les résultats apparemment heureux qu'elle avait procurés aux pays qui, comme l'Angleterre, la Belgique et les Etats-Unis, en avaient fait usage.

2. — DÉCLENCHEMENT DES ATTAQUES CONTRE LE FRANC

La situation se trouvait ainsi très favorable pour le déclenchement d'une offensive contre notre monnaie.

La première attaque eut lieu entre le 15 et le 22 mai. Elle était, en réalité, dirigée accessoirement contre le franc français pour appuyer l'offensive déjà ouverte contre le florin et le franc suisse. Elle se manifesta par

des ventes massives, d'origine anglaise et belge, de francs empruntés et revendus comptant contre livres.

Le taux des reports sur la livre tendit alors rapidement et l'Office de contrôle des changes anglais dut intervenir pour limiter la hausse du sterling par rapport au dollar qui se trouvait alors en dehors du circuit. La baisse du franc fut donc enrayée moins par l'action de la Banque de France, qui se borna à refouler les demandes de crédit d'origines étrangères et de caractère spéculatif, que par le jeu des opérations du contrôle des changes anglais qui se portait vendeur de livres contre dollars.

Les difficultés politiques de plus en plus graves devaient occasionner le déclenchement de la deuxième attaque, le 24 mai. Elle allait pouvoir se poursuivre et se développer à la faveur de la chute du Ministère Flaminio Piccoli et de la persistance du désarroi politique. Les vains efforts de M. Laval pour constituer le nouveau Gouvernement, la chute du Ministère Bouisson, entretenaient le désordre et favorisèrent l'évolution de la crise monétaire jusqu'à la constitution définitive du Cabinet Laval, le 7 juin 1935. L'incertitude de la situation intérieure fit naître des sentiments d'inquiétude et de défiance dans le pays, qui aidèrent alors les attaques de l'étranger. Livres et belgas furent abondamment vendus contre francs, si bien que Londres dut, comme précédemment, freiner la hausse de sa devise par rapport au dollar en arbitrant livres contre dollars, ces dollars étant d'ailleurs transformés en francs par la suite, pour donner lieu finalement à des retraits d'or français.

Il est à remarquer que, pendant toute cette période, la Banque de France, ainsi que le déclarait M. Tannery

à la réunion des Gouverneurs des banques d'émission qui se tint à cette époque à Bâle, soucieuse avant tout de respecter le libre jeu de l'or, ne prit aucune mesure de défense malgré les importantes demandes de métal qui affectaient son encaisse. Sa politique s'est bornée à sélectionner ses opérations et à renchérir le coût des conditions habituelles de crédit, pour réduire le plus possible la mise en circulation d'une nouvelle quantité de monnaie dont la nécessité ne s'imposait pas pour la vie économique du pays.

3. — RÉPERCUSSIONS DE LA CRISE SUR LE MARCHÉ

MONÉTAIRE

Dès les premières attaques contre notre monnaie, il s'est produit un véritable exode des capitaux étrangers. Les banques étrangères retirèrent leurs dépôts à vue, d'autres arbitrèrent leurs francs contre livres, belgas ou dollars. Beaucoup de nationaux, subitement inquiets, voulurent se couvrir contre les risques possibles de baisse de leur monnaie et prirent des positions spéculative sur le Marché des changes; le « découvert commercial » en devises prit peur et accompagna le mouvement par ses achats de devises.

La thésaurisation intérieure se développa de nouveau et les achats de métal augmentèrent.

Il en résulta une hausse des changes, accompagnée d'une tension considérable du taux des reports et un resserrement important du Marché monétaire rendu plus sensible encore par les besoins de fin de mois.

On peut estimer à environ 15 milliards de francs le

montant des ventes qui ont affecté le marché des changes au comptant :

3 milliards provenant du rapatriement des dépôts étrangers à vue;

6 milliards provenant de la liquidation des avoirs étrangers en francs ou en titres (principalement Rentes et fonds d'Etat);

3 milliards provenant de la suppression presque complète du découvert commercial en devises (nos importateurs ayant dû faire face à des règlements immédiats);

3 milliards représentant à peu près l'exode de capitaux français.

Total : 15 milliards.

La lecture du graphique N° 1 que nous publions en annexe donnant les variations des cours du dollar et de la livre à partir du 2 mai, nous montre que, cependant, malgré l'importance des ventes de francs, la hausse des devises intéressées n'a jamais revêtu une amplitude considérable. En effet, l'appréciation du dollar s'est trouvé limitée par les demandes d'or qui nous ont été faites par le Comité américain de régularisation des changes. L'Office de contrôle des changes anglais fit de même en ce qui concerne la livre sterling pour éviter la hausse de sa devise par rapport au dollar.

Quoi qu'il en soit, ces ventes massives de francs provoquèrent de très importantes sorties d'or. L'encaisse de la Banque de France qui, au milieu de mai, était encore supérieure à 80 milliards, baissa rapidement; une véritable hémorragie se produisit, qui fit partir en quelques jours près de 10 milliards. Au 7 juin, en effet, l'encaisse était tombée à 70 milliards 725 millions.

Sur le marché des changes à terme, la spéculation

s'était engagée vivement à découvert sur le franc (on a pu chiffrer à 12 milliards le montant des positions spéculatives existant le 31 mai 1935). Les différences de cours devinrent considérables, ainsi qu'en témoigne la tension des reports (voir tableau N° 2). Le taux du report sur la livre au jour le jour atteignit le 31 mai 0,20 cts, soit 100 %. Un taux aussi excessif peut donner une idée de l'état d'affolement dans lequel se trouvait alors le public. A la même date, le taux du report était aussi particulièrement élevé sur le belga (20 francs par 100 belgas à 3 mois), tant en raison du manque de mesure de la spéculation belge que par suite de l'engouement des spéculateurs étrangers pour cette monnaie qu'ils considéraient comme présentant une sécurité plus grande du fait de sa récente dévaluation.

Pendant toute cette période troublée, le taux de revient des reports sur devises de 1 à 3 mois atteignait couramment 40 à 50 % l'an.

Sur le marché monétaire proprement dit, les capitaux se raréfièrent rapidement :

3 milliards environ furent retirés par les déposants étrangers;

3 milliards servirent aux importateurs français pour se couvrir en devises et régler comptant leurs achats;

2 milliards furent thésaurisés en or acheté à la Banque de France ou sur le marché;

2 milliards furent retirés des Banques et Etablissements de crédit ou investis en achat de titres à revenu variable français ou étrangers;

3 milliards environ représentèrent le montant des capitaux français passés à l'étranger.

Soit, au total, 13 milliards avaient disparu du marché à la veille de l'échéance mensuelle.

La soudaineté de la crise amena une hausse vertigineuse des taux du court terme. Le taux du marché hors banque et le taux de l'argent à un jour atteignirent et se fixèrent au niveau du taux officiel de la Banque de France, alors que logiquement ils doivent demeurer sensiblement en dessous (voir tableau annexe N° 3).

4. — MESURES PRISES POUR ENRAYER LA SPÉCULATION

L'action de la Banque de France n'ayant pas devancé la poussée spéculative exercée contre notre monnaie, notre place a eu à subir pendant un certain temps toutes les conséquences découlant normalement de la crise monétaire. Mais, devant sa gravité et la rapidité de son évolution, qui demandait l'application immédiate de mesures énergiques, M. Tannery agissant, d'accord avec le Conseil de Régence, décidait, le 24 mai, de porter de 2 1/2 % à 3 % le taux d'escompte.

Trois jours après, le 27 mai, la banque élevait à nouveau le taux d'escompte de 3 % à 4 %, le taux des avances sur lingots de 4 1/2 % à 5 1/2 % et le taux des avances sur effets publics de 3 % à 4 %.

Parallèlement, le Ministre des Finances, pour ajuster le taux d'intérêt des bons du Trésor de 3 mois à 1 an à celui des avances sur effets publics, le portait à 4 %.

Le taux d'intérêt des bons de la Défense Nationale était également élevé de 3 % à 4,50 % pour permettre à la Caisse autonome d'en continuer le placement à ses guichets.

La Caisse des Dépôts et Consignations faisait enfin connaître qu'elle portait à $4\frac{1}{2}\%$ le taux des pensions sur bons de la Défense Nationale.

Cependant, les sorties d'or continuaient à un rythme inquiétant (plus d'un milliard par jour) et le prix des monnaies d'or atteignait des cours records, le souverain anglais valait 131 francs, l'aigle américain 27 francs, le louis 105 francs, et on en trouvait difficilement.

Le 29, la Banque de France décidait un nouveau relèvement des taux de ses opérations :

- l'escompte était porté de 4% à 6% ;
- les avances sur titres de $4\frac{1}{2}\%$ à $6\frac{1}{2}\%$;
- les avances sur lingots de $5\frac{1}{2}\%$ à 7% , et les avances nouvelles supprimées;
- les avances à 30 jours sur effets publics de 4% à 6% .

La banque continuait cependant à servir sans restriction les demandes d'or qui lui étaient faites. Mais elle refusait toutes les demandes de crédit qui lui paraissaient indésirables; elle soutenait également les banques privées dans leur opposition aux opérations, dont le caractère spéculatif apparaissait nettement.

L'examen des principaux postes du bilan de notre Institut d'Emission nous donne une idée exacte de l'importance du rôle joué pendant la crise par cet Etablissement. Tandis que les avances sur titres et les avances sur lingots demeuraient à un niveau à peu près constant, le portefeuille effets se gonflait rapidement passant de 4.189 millions à fin mars à 8.107 millions au 31 mai.

De même, le poste avances sur effets publics à 30 jours qui était resté pendant très longtemps à zéro ou presque, s'élevait, pendant cette même période, de 20 millions

à 937 millions. D'autre part, le solde des comptes courants créditeurs diminuait de plus de 5 milliards entre le 1^{er} avril et le 7 juin.

Ainsi, pour éviter que le marché monétaire intérieur ne fût en proie à de trop grandes difficultés, du fait des sorties d'or, et pour empêcher que le Trésor public ne fût atteint indirectement par les répercussions du resserrement monétaire, la Banque de France a dû, en quelques semaines, d'une part, augmenter le volume de ses crédits de 5 milliards :

3 milliards 900 millions par ses opérations d'es-compte;

900 millions par avances à 30 jours sur effets publics;

200 millions par avances sur titres,

et, d'autre part, subir, pour un montant à peu près égal, les prélèvements de ses déposants. Au total, 10 milliards furent remis par elle en circulation pour alimenter le marché (voir tableau annexe N° 4 des principaux postes du bilan).

5. — LIQUIDATION DE LA CRISE ET RETOUR VERS UNE SITUATION NORMALE

Le point culminant de la crise fut atteint pendant la première semaine de mai; 5 milliards d'or quittèrent les caisses de la banque et les reports sur devises s'élevèrent à leurs taux maxima.

Dans la première semaine de juin, les sorties de métal diminuèrent sensiblement; de 5 milliards pour la semaine précédente, elles tombèrent à 1 milliard environ. Les reports sur devises se détendirent également dans la proportion de plus de 50 % (voir tableaux).

Le 7 juin, la constitution du Ministère Laval et la nouvelle orientation politique allaient mettre en jeu un nouveau facteur psychologique qui allait aider au renversement technique des positions spéculatives.

La constitution du nouveau Ministère posait, en effet, comme résolue la question des pleins pouvoirs en matière financière que les Gouvernements antérieurs n'avaient pu obtenir. Cette attribution des pleins pouvoirs était jugée par l'opinion comme indispensable pour le redressement de la situation financière et le rétablissement de l'équilibre budgétaire.

La fin de la crise politique, la campagne faite ouvertement et officiellement contre les partisans de la dévaluation et l'éventualité de poursuites contre les nationaux qui s'attaquaient à notre monnaie, effrayèrent une spéculation hasardeuse qui s'était engagée un peu légèrement.

Cette nouvelle atmosphère allait occasionner un revirement de l'opinion et renverser peu à peu les positions spéculatives sur le marché. L'arrêt des ventes de francs allait entraîner bientôt la baisse des devises étrangères au comptant et, à terme, la baisse du taux des reports.

Il faut noter toutefois qu'il existe encore, à l'heure actuelle (fin septembre) une position vendeur qui persiste, car le report sur la livre et le dollar se maintient à un taux anormalement élevé :

Pour la livre sterling :

0,21 à 1 mois; 0,95 à 3 mois.

Pour le dollar :

0,05 à 1 mois; 0,24 à 3 mois.

La situation hebdomadaire de la banque au 14 juin faisait apparaître l'arrêt des sorties d'or; l'encaisse mar-

quait même une légère augmentation de 27 millions. La semaine suivante enregistrerait également un nouvel apport de 17 millions, c'était déjà l'annonce du succès des mesures techniques de défense prises par l'Institut d'Emission.

L'arrêt de la spéculation contre le franc et la cessation des sorties de métal pour si importantes qu'elles fussent ne permirent pas cependant à la Banque de France d'abaisser immédiatement son taux d'escompte, car l'or expatrié et les capitaux retirés n'étaient pas encore revenus dans ses caisses dans des proportions suffisantes et les demandes de crédit auxquelles elle devait faire face restaient encore considérables.

Le 20 juin, le Marché monétaire allait connaître la première détente réelle. La Banque de France abaissait les taux officiels et le marché libre suivait ses indications. « S'inspirant des besoins de l'économie nationale », le Conseil général décidait de réduire :

- de 6 % à 5 %, le taux de l'escompte;
- de 6 1/2 % à 6 %, le taux des avances sur titres;
- de 6 % à 5 %, le taux des avances à 30 jours sur effets publics.

Dans la semaine suivante, du 21 au 28 juin, la première rentrée importante d'or — 247 millions — venait confirmer la victoire. Le 5 juillet, la détente s'accroissait encore sur le taux de l'escompte et celui des avances à 30 jours, qui étaient ramenés l'un et l'autre de 5 % à 4 %.

Le 19 juillet, nouvelle baisse de 4 % à 3 1/2 %, et pour les avances sur titres de 6 % à 5 %.

Actuellement, et depuis le 9 août, la situation étant

redevvenue normale, le taux d'escompte se maintient à 3 % et le taux des avances à 4 %.

Pendant toute cette période, les taux de l'argent à court terme reflétèrent exactement, par leurs variations, la situation monétaire traduite par les taux officiels.

Au 31 mai (voir graphique N° 1), tous les taux se rejoignent à 6 %. L'argent au jour le jour passe, d'une semaine à l'autre, de 2 % à 6 %; les pensions sur bons de la Défense à 1 mois, de $2\frac{5}{8}$ % à 6 %, et les bons du Trésor à 1 mois valent également 6 %. Ces taux sont d'ailleurs purement nominaux, car les opérations se trouvent pratiquement arrêtées.

A partir du 21 juin, les conditions s'améliorent légèrement, mais le volume des affaires demeure très restreint. L'argent au jour le jour baisse à $4\frac{3}{4}$ %. Le 28 juin, la détente s'accroissant, il se fait de nouveau, sur le marché, quelques opérations de pensions sur bons de la Défense à 1 mois à 5 %; l'argent à 1 jour ne vaut plus que $4\frac{1}{4}$ %.

Enfin, la Caisse des Dépôts et Consignations, qui avait élevé jusqu'à $6\frac{1}{2}$ % le taux des pensions sur bons à 15 jours, ramène ce taux à $5\frac{1}{2}$ %.

A l'heure actuelle, la crise semble être résolue. L'abondance monétaire est revenue sur le marché, l'argent à un jour vaut entre $1\frac{3}{4}$ % et $1\frac{5}{8}$; la pension sur bons de la Défense vaut $2\frac{7}{8}$ pour 1 mois et $3\frac{1}{16}$ pour 2 mois. Les bons du Trésor à 1 mois se traitent à $2\frac{5}{8}$ et à 2 mois à $2\frac{3}{4}$ %.

L'examen rapide que nous venons de faire de cette période troublée montre que, si la crise semble avoir été provoquée par une campagne alarmiste venant de

l'étranger, il faut aller plus loin pour en rechercher son origine profonde, qui vient en réalité du déséquilibre financier et budgétaire de notre pays. « La spéculation, comme l'a dit très justement M. Jenny, ayant été plutôt un effet qu'une cause. »

En effet, dès que fut constitué le Cabinet Laval, et que le Gouvernement eut fait connaître son intention formelle de redresser les finances publiques, en se faisant octroyer les pouvoirs nécessaires, la situation fut changée et un nouveau courant d'opinion se fit jour, qui allait être un facteur décisif en faveur du retour à une situation normale.

Cette constatation ne saurait diminuer en quoi que ce soit le rôle joué par la Banque de France, ni l'efficacité de son action.

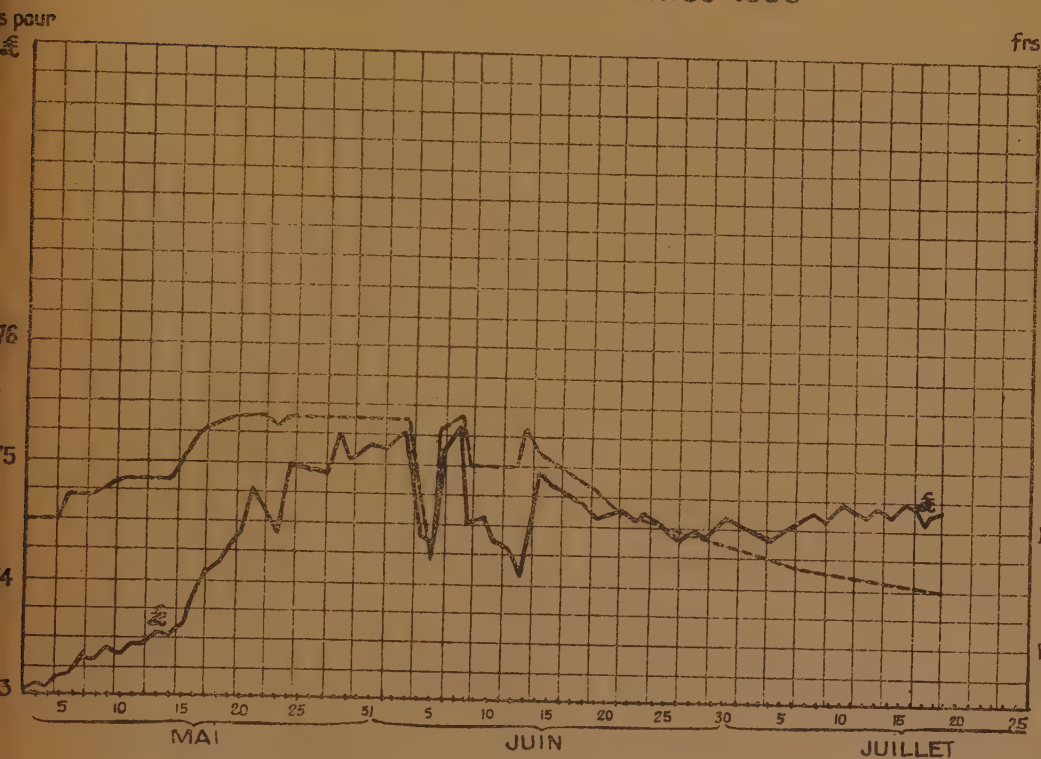
Au contraire, l'attitude résolue de notre Institut d'Emission, la rapidité de ses décisions pour la mise en œuvre des mesures de protection techniques qu'elle fut amenée à prendre, ont incontestablement contribué, pour une large part, à sauver notre monnaie en jugulant la spéculation.

Pendant toute cette crise, en effet, la Banque de France fut la principale dispensatrice du crédit. La Caisse des Dépôts en élevant à 6 1/2 le taux des pensions sur bons de la Défense, n'offrait plus son concours qu'à des conditions très onéreuses qui, pratiquement, raréfiaient ses opérations dans un moment où les disponibilités monétaires s'étaient volatilisées.

C'est donc, en définitive, par le moyen traditionnel du réescompte et aussi par l'utilisation des avances à court terme sur effets publics, que le marché a pu se procurer

les capitaux dont il a eu besoin. Ainsi, l'Institut d'Émission dont l'action s'était sensiblement réduite durant la période de stagnation économique antérieure, a repris sa prépondérance et son autorité en recouvrant le contrôle du Marché monétaire.

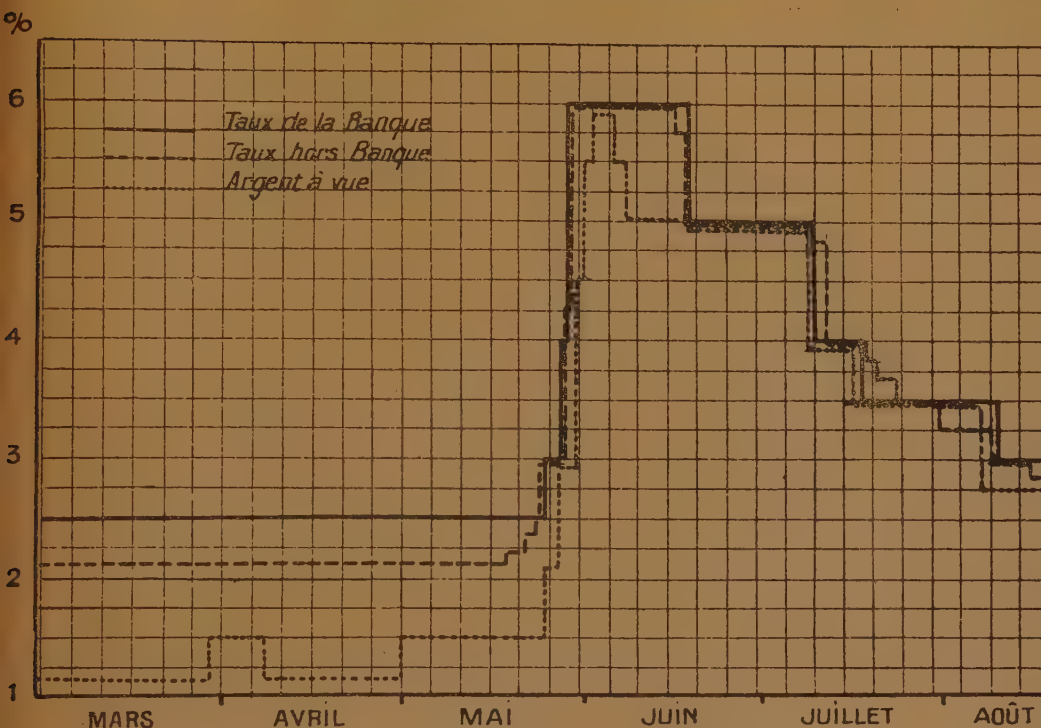
I. VARIATIONS des COURS des CHANGES à PARIS du 2 Mai au 19 Juillet 1935



II. — Variations des reports
sur la livre, sur le dollar et sur le belga

	100 belgas à 3 mois	au jour le jour	à 1 livre		1 dollar	
			1 mois	à 3 mois	à 1 mois	à 3 mois
16 mai....	4,—			0,80		
17 mai....	5,—			1,10	0,07	0,23
20 mai....	10,—		0,50	1,60	0,10	0,35
21 mai....	9,—			1,40		
22 mai....	7,—		0,34	1,27	0,08	0,28
23 mai....	8,—		0,60	1,60		
24 mai....	12,—		1,10	2,25		
27 mai....	20,—	0,10	2,—	3,50	0,40	0,70
28 mai....			1,50	2,50	0,25	0,50
29 mai....	20,—	0,20	2,50	4,—	0,40	0,80
31 mai....	20,—	0,20 soit 100 % l'an	4,—	6,50	0,61	1,10
3 juin....	7,—		0,75	2,—		
4 juin....			0,50	2,10		
5 juin....				4,—		
6 juin....			2,50	4,75		
7 juin....			1,—	2,25		
11 juin....	2,—		0,85	2,—	0,17	0,42
12 juin....			1,10	2,80	0,20	0,60
13 juin....			0,90	2,70	0,20	0,55
14 juin....			0,70	1,95		
17 juin....			0,50	1,90	0,10	0,40

III. VARIATIONS des TAUX sur le MARCHÉ MONÉTAIRE de Mars à Août 1935



IV. — Principaux postes de Bilan de la Banque de France, au 1935 (en millions de francs)

	29 mars	31 mai	7 juin	13 sept.	20 sept.
Encaisse-or	82.635	15.085	14.048	136.607	14.067
Avances sur lingots	1.185	71.778	70.725	71.996	71.879
Avances sur titres	3.119	1.179	1.178	1.215	1.213
Avances à 30 jours	20	3.371	3.340	3.143	3.124
Portefeuilles effets	4.189	8.107	7.157	6.690	7.195
Comptes-courants créditeurs	19.880	937	904	234	172

CONCLUSION

L'étude que nous venons de faire nous a permis de constater que, si le Marché monétaire français manque d'envergure, si son organisation et son fonctionnement laissent encore à désirer, il n'en est pas moins vrai que certaines opérations s'y pratiquent couramment, en période normale, et dans des conditions somme toute satisfaisantes.

L'action de la Banque de France, par le réescompte et les pensions sur effets publics, celle de la Caisse des Dépôts et Consignations par le marché des bons de la Défense Nationale, assurent la souplesse de fonctionnement.

Cependant, en se plaçant au point de vue strictement intérieur, on doit reconnaître que notre marché reste trop assujéti aux besoins de l'Etat; l'influence des Caisses publiques s'y exerce trop directement, si bien qu'il ne répond pas absolument à sa véritable destination qui est de fournir son concours à la fois au Trésor public et à l'économie privée. C'est sans doute pour cela qu'une masse considérable de capitaux, qui devraient être mis à sa disposition, lui échappent. De nombreux milliards demeurent obstinément thésaurisés et dorment dans les bas de laine ou les fonds de tiroirs. Leur inactivité contribue à accentuer le marasme général en pesant sur les conditions du loyer de l'argent. Il est évi-

dent que si ces liquidités étaient seulement déposées dans les banques, toute notre situation financière s'en trouverait modifiée. Le taux de l'argent à court terme diminuerait sensiblement, entraînant avec lui l'abaissement général des taux d'intérêts. L'Etat pourrait alors emprunter à des conditions plus avantageuses et des économies massives pourraient être réalisées dans le service de la Dette publique qui constitue la plus lourde charge du budget. Rappelons que le Trésor britannique peut placer ses Treasury Bills à 0,25 % alors que le Trésor français les offre à 2 5/8 %.

D'autre part, au point de vue international, notre Marché monétaire n'est pas encore suffisamment évolué pour être apte à jouer le rôle auquel il pourrait logiquement prétendre.

L'ambition légitime de donner à la place de Paris un essor justifié par l'importance de ses ressources, a incité les autorités financières de notre pays à prendre certaines dispositions destinées à alimenter et à élargir le marché, en créant notamment un large marché d'acceptations. Ces mesures n'ont pas donné les résultats espérés. Pourquoi? D'abord à cause des circonstances généralement défavorables qui ont réduit considérablement le volume des échanges. Ensuite parce que la France n'occupe pas une situation commerciale internationale comparable à celle de Londres par exemple, et ne peut pas être sollicitée de la même façon pour des demandes de crédit à court terme.

Cependant, sans penser à devenir l'égale de Londres, qui, nous l'avons vu, bénéficie d'une situation acquise et possède sur nous des avantages incontestables provenant de sources très différentes, Paris pourrait avoir

néanmoins un marché plus important, en rapport avec le rang que notre pays occupe dans le monde. Notre commerce extérieur devrait pouvoir financer la majeure partie de ses importations et de ses exportations par des crédits en francs, au lieu de recourir aux banques de l'étranger, à qui il doit payer naturellement des intérêts et des commissions élevés.

On ne saurait transplanter en France les méthodes, l'ambiance et la technique bancaire des autres pays, c'est pourquoi vouloir organiser le marché parisien en prenant pour modèles Londres ou New-York, serait une grave erreur. On peut évidemment envisager l'adoption de certaines réformes de détail susceptibles de favoriser telle ou telle opération, voire même créer des banques spécialisées comme il en existe chez nos voisins, mais nous ne pensons pas que ce soit seulement dans son organisation technique qu'on doive chercher la véritable raison de l'insuffisance du marché de Paris.

A notre avis, pour l'améliorer, il faudrait d'abord changer certaines habitudes routinières et créer une mentalité nouvelle parmi les banquiers et les personnalités financières. Trop de gens restent sceptiques quant aux aptitudes monétaires de notre pays et ne veulent pas croire aux possibilités de notre marché. Le premier perfectionnement devrait consister à utiliser toutes les ressources propres de notre place; la pratique du marché révélerait les lacunes de son organisation et, le besoin créant l'organe, les améliorations techniques se feraient automatiquement.

Le bon de la Défense Nationale, bien qu'inconnu avant la guerre, est devenu depuis un des principaux instruments du Marché monétaire. Ce titre a servi de

prétexte à toutes sortes d'opérations qui ont abouti à la création et à l'organisation d'un véritable marché qui, aujourd'hui, fonctionne dans de très bonnes conditions.

Il semble que nous ne soyons pas loin maintenant de voir naître cette mentalité nouvelle à laquelle nous faisons allusion. La question du Marché monétaire est de plus en plus à l'ordre du jour, et tous les techniciens sont d'accord pour en reconnaître la nécessité. Malheureusement, les circonstances ne sont guère favorables actuellement à un changement quelconque. Le marasme économique mondial persiste, les monnaies sont instables, les barrières douanières restent fermées aux échanges internationaux et les restrictions à l'exportation des capitaux se font de plus en plus nombreuses; devant les difficultés financières de l'Etat et la crainte de complications politiques possibles, aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur, devant enfin les rigueurs excessives du régime fiscal, l'argent apeuré se cache.

Il faut cependant espérer que tous ces éléments défavorables disparaîtront bientôt les uns après les autres et que dans une atmosphère rassérénée, la confiance reviendra, les échanges de capitaux reprendront leur libre jeu et l'optimisme indispensable pour créer, renaîtra, permettant de mener à bien la tâche entreprise et de doter notre pays d'un Marché monétaire qui soit digne de lui.

Vu :

LE PRÉSIDENT,
M. PIROU

Vu :

LE DOYEN,
M. ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :

LE RECTEUR DE L'ACADÉMIE DE PARIS,
S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

1° Documents officiels

- *Journal officiel*. — Documents Parlementaires.
- Bilans de la Banque de France.
- Rapports du Conseil d'administration de la Caisse autonome (de 1926 à 1933).
- Rapports de la Commission de surveillance de la Caisse des Dépôts et Consignations (1928 à 1932).
- Rapports du Conseil d'administration de la Banque Française d'acceptation (de 1930 à 1934).

2° Journaux et Revues

- *Le Journal des Finances*.
- *Le Temps* (supplément financier hebdomadaire).
- *L'Information*.
- *La Revue d'Economie Politique*.
- *L'Europe Nouvelle* (numéro spécial du 11 janvier 1930 sur la Réorganisation du marché de Paris).

3° Ouvrages généraux parus

- L. LACOUR et J. BOUTERON. — *Précis de Droit commercial*. (Dalloz, 1925.)
- H. TERREL et H. LEJEUNE. — *Opérations commerciales de Banque*. (Masson, 1925.)

- P. CAUBOUÉ. — *Affaires de Banque*. (Banque, 1932.) —
La Conduite des Banques. (Banque, 1931.)
- P. COSTE. — *Les grands Marchés financiers : Paris -
Londres - New-York*. (Payot, 1932.)
- J. BABY. — *La Caisse autonome d'amortissement*. (Sirey,
1932.)
- R.-J. TRUPTIL. — *Le système bancaire anglais et la
place de Londres*. (Sirey, 1933.)
- J. PERROT. — *Le Marché monétaire de Londres*. (Dalloz,
1933.)
- P.-B. VIGREUX. — *Le crédit par acceptation*. (M. Rivière,
1931.)
- M. DAILEY. — *La Caisse des Dépôts et Consignations*.
(Sirey, 1934.)
- *Les Problèmes actuels du Crédit* (Recueil des Confé-
rences faites à la Société des Anciens Elèves de
l'Ecole des Sciences politiques). Alcan, 1930.
- *L'Encyclopédie de Banque et de Bourse* (Le système
bancaire en Angleterre, par Truptil). Crété, 1928.
- *Tableaux de l'Economie française* (Ch. Rist).
- *Les Grands Marchés de matières premières* (F. Mau-
rette). Armand Colin, 1925.

TABLE DES MATIERES

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION.....	1
-------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Les éléments du Marché Monétaire

CHAPITRE I. — Les Agents du Marché.....	9
---	---

1° Les Prêteurs :

a) Les banques de dépôts.....	9
b) L'institut d'émission.....	11
c) Les Caisses Publiques	12

2° Les Emprunteurs :

a) La Clientèle privée.....	13
b) Le Trésor public.....	14
c) Les Banques.	15
c) Le Marché financier.....	16

3° Les Intermédiaires.....	17
----------------------------	----

CHAPITRE II. — Les Ressources du Marché. Nature et importance des Capitaux	21
---	----

1° Les Dépôts des Banques et des Etablissements de Crédits.....	21
---	----

2° Les fonds disponibles des Caisses publiques	25
--	----

a) La Caisse des Dépôts et Consignation...s....	25
b) Les Caisses Autonomes d'Amortissement.....	32

CHAPITRE III. — Les Instruments du Marché... ..	35
---	----

1° Les Comptes-courants au Trésor.....	35
--	----

2° Les Acceptations de Banque.....	27
------------------------------------	----

3° Les Bons du Trésor.....	53
----------------------------	----

4° Les Bons de la Défense Nationale	56
5° Les Billets des Compagnies de Chemins de Fer	61

DEUXIEME PARTIE

Fonctionnement et Contrôle du Marché Monétaire

CHAPITRE IV. — Les opérations du Marché Monétaire.	65
1° Les Prêts au jour le jour	65
2° Les Pensions.	70
3° Les Négociations d'Effets sur le Marché hors Banque.....	78
4° Les Reports sur Titres	81
5° Les Reports sur Devises.....	85

CHAPITRE V. — Le Contrôle du Marché Monétaire. 89

1° Le Rôle de la Banque de France. — Son évolution.....	89
2° Les opérations de la Caisse Autonome d'Amortissement et leurs répercussions monétaires	95
3° L'influence de la Caisse des Dépôts et Consignations par le Marché des Bons de la Défense Nationale.....	
4° Nouvelles dispositions prises par le Gouvernement et la Banque de France... ..	113

TROISIEME PARTIE

Comparaison du Marché Monétaire Français avec le Marché de Londres

CHAPITRE VI. — Causes permanentes de supériorité du Marché de Londres. La situation internationale de Londres, Marché du Monde.	123
--	-----

CHAPITRE VII. — Causes accessoires de supériorité. — Organisation Bancaire de l'Angleterre.	129
1° Les Banques de Dépôts.....	131

2. Les Maisons d'Escomptes — Discount Houses et Bill Brokers.....	135
3. Les Maisons d'Acceptation.....	140
4. L'Institut d'Emission....	144
CHAPITRE VIII. — La Crise Monétaire de Mai- Juin 1931.....	
1. Prodromes de la Crise.....	151
2. Déclanchement des attaques contre le franc	155
3. Répercussions de la crise sur le marché monétaire....	153
4. Mesures prises pour enrayer la spéculation	158
5. Liquidation de la crise et retour vers une situation normale.....	160
Conclusion.....	169
Bibliographie.....	172

Imprimerie G. Subervie - Rodez
